

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO

***PRODUCT INTERVENTION: A PROTEÇÃO DO INVESTIDOR E O  
CONTROLO DO RISCO SISTÉMICO NA REGULAÇÃO DOS  
PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS***

LOURENÇO XARA-BRASIL PESSOA FRAGOSO

Aluno n.º 142711036

ABRIL DE 2013

ORIENTADOR: MESTRE JORGE BRITO PEREIRA

*“For every complex problem there is an answer which is clear,  
simple and wrong”*

*H. L. Mencken*

## PRINCIPAIS ABREVIATURAS UTILIZADAS

AMF	<i>Autorité des Marchés Financiers</i>
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DMIF	Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (Diretiva n.º 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004)
DMIF II	Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (Proposta n.º 2011/0298 (COD))
RMIF	Regulamento dos Mercados e Instrumentos Financeiros (Proposta n.º 2011/0296 (COD))
ESMA	<i>European Securities Markets Authority</i>
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i>
ESFS	<i>European System of Financial Supervision</i>
EUA	Estados Unidos da América
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>
FSA	<i>Financial Services Authority</i>
FSMA	<i>Autorité des Services et Marchés Financiers</i>
FCIC	<i>Financial Crisis Inquiry Commission</i>
IOSCO	<i>International Organisation of Securities Commission</i>
OTC	<i>Over-The-Counter</i>
PFC	Produto(s) Financeiro(s) Complexo(s)
UE	União Europeia

## **APRESENTAÇÃO DE MOTIVOS**

Terminada a parte curricular do Mestrado em Direito e Gestão, na Universidade Católica Portuguesa, a escolha de um tema para a dissertação de Mestrado afigurou-se-nos difícil. Com efeito, a eleição de um tema que faça uma ponte coerente e consistente entre o mundo jurídico e a análise económica e financeira pressupõe uma grande abrangência e solidez, não só ao nível do conhecimento dos conceitos e questões jurídicas, neste âmbito relevantes, mas, acima de tudo, dos modelos e teoremas económico-financeiros existentes.

Perpassando as várias matérias lecionadas ao longo da parte escolar do Mestrado, a escolha de um tema relacionado com o Direito Financeiro e do Mercado de Capitais mostrou-se, apesar de tudo, evidente. Considerámos que esta é a área que mais rápidos desenvolvimentos enfrenta e, correspondentemente, aquela na qual mais respostas se procuram, dado o clima que o nosso mundo enfrenta desde o ano de 2007.

Assim sendo, julgamos que a frequência de determinadas disciplinas provou ser fundamental, na construção de um quadro geral de compreensão dos desafios que o Direito Financeiro enfrenta, no rescaldo da crise financeira. Este acontecimento e as consequências dele adveniente são, pois, a pedra da qual procuraremos construir as nossas ideias, preocupações mas, acima de tudo, os nossos modestos contributos.

Antes de introduzirmos o tema da nossa análise não poderemos de deixar de prestar os nossos mais sinceros agradecimentos ao Dr. Jorge Brito Pereira, cujos sensatos conselhos e orientações muito auxiliaram e contribuíram para a produção deste trabalho.

## INTRODUÇÃO

A democratização dos mercados financeiros e a consequente inovação dos meios e métodos de aforro dos cidadãos e das empresas são, porventura, um dos maiores contributos do sistema financeiro para o desenvolvimento socioeconómico a nível global. No entanto, a crise financeira de 2007 trouxe à colação os efeitos prejudiciais que esta inovação financeira poderá introduzir no bem-estar social. De facto, a existência de certos produtos financeiros no qual era latente a excessiva complexidade, opacidade e falta de transparência revelou-se claramente deteriorada da posição dos investidores e potenciadora da criação de riscos sistémicos<sup>1</sup>.

A conceção de modelos regulatórios que eficazmente consigam mitigar os efeitos negativos da complexidade que encontramos nestes Produtos Financeiros Complexos é um estímulo constante.

Através do presente estudo, pretendemos compreender os desafios concretos que se colocam na regulação destes Produtos Financeiros Complexos, à luz dos princípios da proteção do investidor e do controlo do risco. Para tal, analisaremos um dos mais recentes mecanismos, concetualizado para fazer face a estas questões, o denominado mecanismo de *Product Intervention* (i.e. intervenção no produto).

Propomo-nos analisar, assim, em que medida é que esta nova abordagem constitui um meio eficaz no controlo da complexidade inerente a estes Produtos Financeiros Complexos, quando deterioradora da proteção do investidor e potenciadora de riscos sistémicos no sistema financeiro. Para tal, procederemos à análise das mais recentes propostas de reforma ao nível da União Europeia, assim como as existentes em alguns dos seus Estados-Membros.

Observados alguns dos problemas com que nos debateremos neste trabalho, e conscientes dos desafios decorrentes do carácter atualíssimo do tema, começaremos, em

---

<sup>1</sup> LAROSIÈRE GROUP, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU – Report*, 2009, disponível em <http://ec.europa.eu>, p. 7

primeiro lugar por abordar o conceito-quadro de PFC procedendo, de seguida, a uma curta análise dos desafios jurídico-financeiros que estes representam não só para o emitente e respetivo investidor mas também para o regulador, numa perspetiva micro e macro-regulatória (*Parte I*). Como resposta aos desafios e preocupações expostos na Parte I, entraremos no cerne do objeto deste trabalho, procurando analisar o conceito do *Product Intervention* e em que medida ele constitui uma resposta eficaz, não só no âmbito da proteção do investidor não qualificado, mas também no controlo de produção de riscos sistémicos por parte dos organismos financeiros (*Parte II*). Por fim, esperamos estar aptos a formular conclusões.

**PARTE I**  
**OS PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS E A ATIVIDADE**  
**REGULATÓRIA**

## I. OS PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS

### a. *O fenómeno dos Produtos Financeiros Complexos: origens*

O estudo das causas e fundamentos da Crise Financeira Mundial não constitui o objeto deste trabalho<sup>2</sup>. No entanto, revela-se da maior relevância compreender as origens da proliferação de certos instrumentos financeiros que subsumiremos *infra* à noção-quadro de PFC e que cuja regulação constitui a pedra angular da nossa investigação<sup>3</sup>.

A amplitude de liquidez no mercado e as baixas taxas de juro nas aplicações de risco zero são dois dos fatores subjacentes ao surgimento da inovação financeira e da expansão do crédito nos mercados financeiros nos anos 80 e 90<sup>4/5</sup>. De facto, num ambiente económico em que à abundância de liquidez correspondiam baixos retornos, a procura de investimentos com maiores remunerações e maior risco do que a dos meios de aforro comuns, tornou-se a regra. O mercado respondeu a esta rápida procura de retorno e risco, com o crescimento da emissão de instrumentos derivados<sup>6</sup>, com os processos de securitização<sup>7</sup> e com os produtos estruturados, todos eles, PFC por excelência.

Todos estes tipos de produtos têm, como filosofia inerente, a escolha, pelo investidor, do risco a que está sujeito a incorrer, e todos eles apresentam uma característica comum: a subscrição de um risco financeiro segregado, mas, no entanto, dependente de um ativo subjacente.

Se do lado dos investidores a existência destes produtos significa, teoricamente, um maior retorno, do lado dos emitentes e intermediários financeiros a sua emissão permite a transferência do risco de ativos indesejados para quem efetivamente os queira deter,

---

<sup>2</sup> Para um estudo aprofundado e completo da Crise Financeira Global vide FCIC, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, disponível em <http://fcic.law.stanford.edu/report> e LAROSIÈRE GROUP, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU – Report*, 2009, disponível em <http://ec.europa.eu>

<sup>3</sup> *Infra* I.I.b.

<sup>4</sup> Melhor conhecidas como *T-bonds*

<sup>5</sup> Cfr. LAROSIÈRE GROUP, *The High-Level...*, p. 7

<sup>6</sup> “Instrumentos financeiros resultantes de contratos a prazo celebrados e valorados por referência a um determinado ativo subjacente”. Cfr. ENGRÁCIA ANTUNES, JOSÉ A., *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009, cit. p. 119.

<sup>7</sup> Processo através do qual uma empresa, banco ou qualquer outra entidade (a “*hedged party*”) transfere o risco de crédito de um portfólio de posições passivas para um veículo especial de investimento (“SPV”). Cfr. SCHWARCZ, STEVEN L., “Systemic Risk”, *Duke Law School Legal Studies*, Research Paper n.º 163, 2008, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 221



pelo que estes produtos funcionam, em teoria, como um mecanismo de correção das imperfeições do mercado e de cobertura de riscos.

Contudo, a criatividade humana na procura de rendimentos fáceis, subjacente tantas vezes à inovação financeira, potenciou o desenvolvimento produtos cada vez mais exóticos, de difícil compreensão técnica, mesmo para os respetivos emitentes, e oferecendo remunerações cada vez mais altas, muitas vezes incrementadas com elevados níveis de endividamento, o que, aliado à falta de regulação, produziu um aumento, sem precedentes, do risco sistémico no mercado mundial. A falta de perceção dos riscos dos ativos, um sistema viciado quanto à sua avaliação e o aparecimento de um gigante mercado sombra, fora do balanço das instituições, contribuiu para que a falência de uma instituição criasse um efeito cascata que se alastrou a todo mundo. A estes fatores acresce ainda um contexto intelectual que, incentivando a complexidade na inovação financeira, criou assimetrias de informação, especulação e uma falta de perceção e regulação do risco<sup>8/9</sup>.

É neste quadro que nasce a proliferação dos PFC e a necessidade da sua regulação. De facto, apesar de, como vimos, constituírem mecanismos eficientes de cobertura e transferência de riscos, a sua falta de regulação pode introduzir graves falhas no mercado, tal como a Crise Financeira nos mostrou. A existência de um eficiente e eficaz mecanismo regulatório tornou-se, assim, um imperativo de estabilidade e eficiência no mercado.

Tendo presente este quadro mental, passaremos agora a analisar as características inerentes a estes produtos para a seguir compreendermos os desafios que se colocam à sua regulação.

#### **b. A noção de Produto Financeiro Complexo**

A compreensão da noção de PFC é essencial para o estabelecimento do objeto do presente estudo. Não consideraremos, neste âmbito, nenhuma noção legal ou

---

<sup>8</sup> Referimo-nos à teoria do *portfolio*, aos teoremas de Modigliani e Miller de irrelevância da estrutura do capital, ao *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e à Teoria do Mercado Eficiente. Cfr. AWREY, DAN, *Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets*, 2011, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), pp. 1 e ss. Segundo este Autor, a ideologia financeira levou a um “fundamentalismo de mercado, assente na convicção que os agentes racionais e informados do mercado – através da utilização de métodos quantitativos, e da inovação financeira que os tornou possível – conseguiram, efetivamente, masterizar o risco.”

<sup>9</sup> AWREY, DAN, *Complexity...*, p. 3 e 4

predefinida de PFC, antes tentaremos chegar a um conceito-quadro, baseado em características que, tal como se poderá inferir do *supra* exposto, se poderão subsumir a três – transferência ou replicação de riscos, complexidade de avaliação, complexidade de compreensão –, que passaremos a aprofundar<sup>10/11</sup>.

A replicação e/ou transferência de riscos dos ativos subjacentes é a primeira das características com que nos deparamos quando falamos de produtos complexos<sup>12</sup>. Este atributo, que permite não só a cobertura e a gestão do risco dos ativos para os emitentes (*hedging*), mas também uma maior diversificação na procura de risco e retorno para os investidores, é considerado, no âmbito da engenharia e inovação financeira, como sendo, à partida, uma fonte de eficiência e competitividade no mercado, criadora de riqueza e de liquidez<sup>13/14</sup>. Efetivamente, tudo o que constitua um ativo com valor económico e seja passível de ser transacionado em mercado poderá ser utilizado como ativo subjacente: o direito a juros, câmbios, ações, obrigações, *commodities*, risco de crédito de um terceiro ou mesmo indicadores macroeconómicos. Ponto essencial é, na nossa perspetiva, a característica de, independentemente da natureza ou forma jurídica que venham a assumir, os PFC possuem um valor intrínseco dependente, replicado ou indexado a um determinado ativo que dele materialmente depende.

Contudo, à replicação e/ou transferência de riscos, que alegadamente promovem a eficiência e competitividade no mercado, estão também subjacentes difíceis modelos de avaliação bem como complexos modelos contratuais, que dificultam a sua compreensão pela grande maioria dos investidores. De facto, a derivação, a securitização, ou qualquer outro método que permita a existência de (pelo menos) um ativo subjacente num PFC pressupõe a existência de complexos modelos de cálculo de risco, de preço e de

---

<sup>10</sup> Não abordaremos, porque não faz parte do nosso objeto de estudo, a problemática existente quanto à diferenciação entre os conceitos de, instrumento financeiro, produto financeiro e valor mobiliário. Para uma melhor compreensão das diferenças entre estas realidades *vide* CÂMARA, PAULO, *Manual...*, pp. 89 e ss. e ENGRÁCIA ANTUNES, JOSÉ A., *Os Instrumentos...*, pp. 7 e ss.

<sup>11</sup> Apesar de considerarmos bastante feliz a noção constante do n.º 1 do artigo 2.º, do Decreto-Lei 211-A/3008, de 3 de Novembro.

<sup>12</sup> OMAROVA, SAULE T., *License to deal: Mandatory Approval of Complex Financial Products*, 2012, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p.7

<sup>13</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Regulating Complexity in Financial Markets”, *Washington University Law Review*, n.º 87, 2009, disponível em <http://digitalcommons.law.weustl.edu/lawreview>, p. 213 e 244 e KRIZEK, TOMÁS, *Legal Nature and Definition of Financial Derivatives*, 2011, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), pp. 10 e 11.

<sup>14</sup> Como bem nota DAN AWREY, a inovação financeira é “a resposta racional da procura às imperfeições do mercado. Estas imperfeições (...) incluem, *inter alia*, a regulação e os impostos; os mercados incompletos; os custos de transação; as assimetrias de informação e os custos de agência, e outras ineficiências que obstem a capacidade dos agentes de mercado de maximizar a sua utilidade (...)”. AWREY, DAN, *Complexity...*, p. 33

remuneração<sup>15</sup>. Conforme se demonstrou num estudo, promovido pela CMVM em 2010, a dificuldade de avaliação dos PFC resulta, em primeiro lugar, do leque de metodologias existentes para a sua avaliação e, em segundo lugar, do difícil cálculo de probabilidades de evolução dos ativos subjacentes a que a rentabilidade e o risco está condicionado<sup>16</sup>.

Ora, a esta complexidade na avaliação não pode deixar de estar correlacionada uma dificuldade de compreensão por parte dos investidores. Tal como se pode ler no mencionado estudo da CMVM, os modelos usados na avaliação de PFC poderão interferir na perceção dos *payoffs* oferecidos, bem como na dos riscos incorridos<sup>17</sup>. Ademais, aos PFC estão sempre subjacentes complexos clausulados ou contratos cujos termos e condições, por dificilmente serem perceptíveis para grande maioria dos investidores, adicionam volumosos custos de informação<sup>18</sup>. Avaliação e compreensão são, nestes termos, duas características indissociáveis.

O estudo que empreenderemos nas próximas páginas ajudar-nos-á a melhor compreender o alcance destas características.

### ***c. Os desafios na Regulação dos Produtos Financeiros Complexos***

A complexidade e a inovação financeira, inerentes aos PFC, são dois fatores que, como se infere do exposto, trazem uma abrangência de desafios regulatórios<sup>19</sup>. Por um lado, a complexidade do mercado poderá introduzir elevados custos de informação aos seus intervenientes, intervenientes esses que têm, por si, uma racionalidade limitada<sup>20</sup>. Por outro lado, a inovação financeira, motivada pela rápida procura de soluções competitivas e pela (alegada) correção o de imperfeições no mercado, acelera ainda mais a falta de perceção de riscos, designadamente, pelos investidores e pelos reguladores.

---

<sup>15</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Regulating Complexity...”, p. 216

<sup>16</sup> CMVM, *Produtos Financeiros Complexos: Metodologias para a sua Avaliação*, Fevereiro de 2010, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), p. 4

<sup>17</sup> *Idem*

<sup>18</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Regulating Complexity...”, p. 222

<sup>19</sup> *Idem*, p. 236

<sup>20</sup> AWREY, DAN, *Complexity...*, p. 10 e SCHWARCZ, STEVEN L., “Regulating Complexity...”, p. 221 e ss.

São vários os fatores inerentes à densificação da complexidade no mercado bem como aos incentivos à inovação financeira<sup>21</sup>. No entanto, através da análise *supra* realizada, conseguimos compreender os desafios que a regulação dos PFC enfrenta, atendendo aos seus traços gerais de classificação. De facto, a transferência ou replicação de riscos aliada à complexidade e à incapacidade de perceção ou medição dos mesmos, pode criar, indiscutivelmente, níveis de opacidade, dúvida e imprevisibilidade no mercado<sup>22</sup>. Estes fatores conduzem ao surgimento de dois (graves) problemas, intimamente ligados e que cuja mitigação constitui um dos objetivos da atividade regulatória: a assimetria de informação e o aumento do risco sistémico.

Quanto ao primeiro diga-se que, se o sistema é complexo, incompreensível e se existem elevados custos de informação, a informação prestada entre os agentes do mercado será mais facilmente distorcida, alterada, ou mesmo, ocultada. O primeiro desafio regulatório que é imposto é, portanto, a criação de mecanismos eficientes de *disclosure* e de alinhamento de incentivos, que expurgando a excessiva complexidade, protejam a posição do investidor, principalmente, a do investidor não qualificado<sup>23</sup>.

O segundo problema é a consequência macroeconómica do primeiro. Sem prejuízo de uma análise do conceito de risco sistémico que mais à frente se fará, sempre se dirá que a falta de transparência, informação e controlo de riscos potencia a ocorrência de eventos contaminadores entre os mercados, porquanto a confiança e a segurança, que são facilmente postas em causa pela desinformação e dúvida, constituem valores fundamentais ao funcionamento dos mesmos<sup>24</sup>. O segundo estímulo à regulação é, pois, o de controlar o alastramento de riscos sistémicos.

Nos próximos dois capítulos examinaremos, autonomamente, cada uma destas questões.

---

<sup>21</sup> Para um estudo completíssimo sobre as causas inerentes à complexidade e à inovação financeira cfr. AWREY, DAN, *Complexity...*, pp. 9 e ss. e 31 e ss. Para este autor são seis, as causas inerentes à complexidade no mercado: (i) o desenvolvimento tecnológico; (ii) a opacidade ou falta de informação nos instrumentos e mercados; (iii) a interconexão dos mercados e instrumentos financeiros; (iv) a fragmentação dos ativos através de instrumentos de transferência de risco; (v) a falta de um sistema global de regulação e (vi) a reflexividade. Quanto aos mecanismos subjacentes à inovação financeira, este A. conclui que a intermediação financeira é o principal fator causador da inovação, já que o surgimento destas “estruturas” no mercado, criou incentivos à competitividade no sector financeiro, à procura exacerbada de lucros e daí, à necessidade de diferenciação.

<sup>22</sup> OMAROVA, SAULE T., *License to deal...*, p. 8

<sup>23</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Regulating Complexity... p. 238

<sup>24</sup> *Infra* I.III.b.

## II. A PROTEÇÃO DO INVESTIDOR

### a. Preliminares

A regulação da complexidade inerente aos Produtos Financeiros Complexos passará sempre pela regulação dos mecanismos de proteção do investidor. De facto, tendo o desenvolvimento económico e social das últimas décadas democratizado o mercado financeiro, classicamente um mercado institucional ou entre contrapartes elegíveis, aos cidadãos e às empresas, tornando-se, o denominado mercado de retalho de investimentos numa realidade avaliada em milhares de milhão de euros, demonstra-se, pelo exposto, mandatória a sua proteção.

Mas a proteção dos investidores não está associada simplesmente ao crescimento do mercado de retalho, mas também à tutela da confiança, valor fundamental no Mercado de Capitais<sup>25</sup>. Como bem nota PAULO CÂMARA “[o] Direito dos valores mobiliários procura preservar a confiança nos investidores e nos mercados – não apenas naqueles. Não pode ainda perder-se de vista que a lei pugna pela proteção dos investidores em relação às falhas de mercado (*inter alia*, assimetrias informativas, crises, delitos e fenómenos miméticos irracionais (*herding*)), pelo que a extensão destas determina a intensidade daquela, o que basta para inferir que estes dois aspetos são elementos teleológicos que não funcionam de moto auto-suficiente, mas antes em termos complementares.”<sup>26</sup>

Nessa medida, os procedimentos de *disclosure*, no âmbito da subscrição de PFC, tornam-se da maior importância, não só ao nível da proteção da confiança e da transparência, perante os investidores, mas também na eliminação de possíveis assimetrias de informação entre os agentes do mercado<sup>27</sup>.

Através da análise feita nas próximas páginas, concluiremos que os sistemas de proteção do investidor hoje existentes concentram-se, sobretudo, no momento da subscrição do PFC, sendo o foco da ação regulatória centrada na identificação e publicidade dos PFC, isto é, no momento de contacto do investidor com a empresa ou

---

<sup>25</sup> Cfr. alínea a) do artigo 358.º do CVM.

<sup>26</sup> CÂMARA, PAULO, *Manual...*, p. 31.

<sup>27</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Systemic Risk...”, p. 218.

serviço financeiro. Esta abordagem regulatória é, como passaremos a explorar, a que resulta das orientações da IOSCO e da Diretiva dos Mercados Financeiros<sup>28</sup>.

***b. A Diretiva dos Mercados Financeiros e as orientações da IOSCO: as “fontes” na Proteção do Investidor***

Dada a importância da DMIF, no âmbito europeu, e das orientações da IOSCO, enquanto organização internacional de regulação do mercado de capitais, tomaremos estas duas fontes do Direito dos Valores Mobiliários como *motto* introdutório do tema da proteção do investidor, na medida que delas emanam importantes diretrizes para os reguladores nacionais.

A DMIF constitui um marco no aprofundamento da harmonização do Direito Financeiro e Regulatório europeu<sup>29</sup>. Uma das novidades que a DMIF introduz no panorama regulatório europeu é o reforço das regras de conduta por parte das empresas e serviços de investimento no âmbito dos mercados regulamentados, através de um exame de adequação do investimento considerado às circunstâncias do investidor, consagrado nos n.ºs 4, 5 e 6 do artigo 19.<sup>30/31</sup>. Estas regras, que estão inerentes às soluções que encontramos no Direito Comparado e em Portugal, visam proteger o investidor que pretenda subscrever produtos financeiros, evitando que estes os subscrevam sem receber qualquer informação ou orientação por parte de uma empresa ou serviço de investimento<sup>32/33</sup>.

---

<sup>28</sup> Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004. Importa também aqui ter presente a denominada Diretiva de Implementação da DMIF, Diretiva 2006/73/CE da Comissão, de 10 de Agosto de 2006.

<sup>29</sup> Para uma análise geral dos mecanismos regulatórios introduzidos pela DMIF *vide* FERREIRA, ELSA, “A Directiva Relativa a Mercados de Instrumentos Financeiros: Um Marco Regulatório e dos seus Desafios para os Agentes do Mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, Dezembro de 2006, pp. 31 e ss.

<sup>30</sup> Cfr. ROCHA, RAFAELA, “Da DSI à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Principais Inovações”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18, Agosto de 2004, p. 84

<sup>31</sup> Estes artigos são regulamentados, respetivamente, pelos artigos 35.º, 36.º e 38.º da Diretiva de Implementação da DMIF

<sup>32</sup> Apesar de a DMIF consagrar, genericamente, um regime de regulação baseada em princípios (*principles-based*), parece-nos que as regras constantes deste artigo são uma das manifestações de harmonização máxima, decorrentes da chamada regulação baseada em regras (*rules-based*). Para mais desenvolvimentos sobre a abordagem regulatória da DMIF *vide* CÂMARA, PAULO, “A Regulação baseada em Princípios e a DMIF”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, Agosto de 2007. Para uma análise das várias abordagens regulatórias, Cfr. *infra* II.II.d.

<sup>33</sup> *Infra*, I.I.c.

Assim, sempre que um determinado investidor pretenda subscrever um produto complexo, a empresa ou serviço de investimento terá de se assegurar que esse produto é não só adequado para o investidor (*suitability test*)<sup>34</sup>, tendo em conta o objetivo do seu investimento, mas também apropriado (*appropriateness test*)<sup>35</sup>, relevando aqui a capacidade do investidor em perceber e avaliar os riscos envolvidos na subscrição do produto ou serviço de investimento oferecido ou procurado. Nos casos em que o produto ou serviço a subscrever não seja considerado “complexo”, esta exigência não se aplica, podendo a transação ser executada pela simples ordem do cliente (*execution-only*)<sup>36</sup>.

Em termos práticos, a distinção entre produtos financeiros complexos e não complexos é relevante porque dela depende, ou não, a obrigação das empresas de investimento levarem a cabo os testes de adequação e apropriação. Apesar da DMIF e a sua Diretiva de Implementação não procurem criar um conceito ou categoria de PFC, o artigo 19.º, n.º 6 da DMIF e o 38.º da Diretiva de Implementação catalogam uma lista de tipos específicos produtos considerados como não complexos, para efeitos dos testes de *suitability* e *appropriateness*<sup>37</sup>.

Ademais, o artigo 4.º da Diretiva de Implementação da DMIF, vem permitir aos Estados-Membros o alargamento da aplicação destas regras, através da imposição de requisitos adicionais às empresas de investimento, se objetivamente for justificado e proporcionado para responder a riscos específicos na proteção do investidor ou na integridade do mercado.

A *International Organization of Securities Commission* (“IOSCO”) é uma importante organização internacional de autoridades de supervisão. Apesar das suas Recomendações e do seu *Objectives and Principles of Securities Regulation* (“OPSR”) não serem considerados como fontes do Direito dos Valores Mobiliários, mas tão-só atos quase normativos (*soft law*), estas diretrizes da “não constituindo fonte de deveres, são muitas vezes influentes para inspirar reformas legislativas internas ou para a fixação

---

<sup>34</sup> Cfr. artigo 19, n.º 4 da DMIF e artigo 35.º da Diretiva de Implementação da DMIF

<sup>35</sup> Cfr. artigo 19.º, n.º 5 da DMIF e artigo 36.º da Diretiva de Implementação da DMIF

<sup>36</sup> Não deixa de se adotar, no entanto, um *light suitability test*. Cfr. ROCHA, RAFAELA, “Da DSI...”, p. 84

<sup>37</sup> A propósito da distinção entre produtos complexos e não complexos no âmbito da DMIF, a CESR (atual ESMA), publicou um estudo contendo uma análise de vários produtos financeiros e a sua respetiva classificação para efeitos destes testes. Cfr. CESR, *MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive’s appropriateness requirements*, Maio de 2009, disponível em [www.esma.eu](http://www.esma.eu)

de padrões de comportamento em termos fronteiriços”<sup>38</sup>. Assim sendo, importa ter presente as recentes recomendações no que respeita à proteção do investidor no âmbito da distribuição de PFC, já que delas resulta uma importante e clara fonte de direito regulatório<sup>39</sup>.

Os nove princípios agora propostos pela IOSCO, para a criação de um sistema de proteção do investidor, não são mais do que a implementação do 31.º Princípio do OPSR – princípio respeitante às relações entre intermediários e investidores - à problemática dos PFC<sup>40</sup>. Ao contrário da DMIF, que constitui uma fonte de harmonização de princípios, as orientações ora propostas pela IOSCO já apresentam medidas concretas de implementação e que cuja “transposição” irá certamente ocorrer nos diversos Estados associados.

Assim, o primeiro e segundo princípios estabelecem uma série de medidas necessárias à implementação de um regime que consiga segregar o denominado investidor não informado – ou de retalho (i.e., aquele que tem dificuldade em apreender os riscos existentes) - do investidor informado. Os terceiro, quarto, quinto e sexto princípios tratam, à semelhança da DMIF, dos requisitos de *disclosure*, dos testes de *suitability* e *appropriateness*; em geral, das informações a prestar ao investidor, as quais dependem, tal como naquele diploma europeu, da sua literacia financeira. Por fim, do sétimo ao nono princípio estabelece-se um importante sistema de *compliance*, dentro das empresas e serviços de investimento, tendo em vista o controlo de regras e procedimentos internos relativo à emissão e venda de PFC, bem como a criação de um sistema de incentivos e respetiva execução<sup>41</sup>.

Os princípios agora propostos são bastante relevantes na afirmação de um sistema de proteção de investidor harmonizado globalmente. Apesar do conteúdo destes princípios já estar mais ou menos consagrado no Direito dos países ocidentais, a sua possível aplicação a outros Estados poderá consagrar, globalmente, um princípio de proteção do investidor no âmbito da subscrição de PFC.

---

<sup>38</sup> Cfr. CÂMARA, PAULO, *Manual...*, cit. p. 76

<sup>39</sup> Cfr. IOSCO, *Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products – Consultation Report*, 2012, disponível em [www.iosco.org](http://www.iosco.org).

<sup>40</sup> Tal como acontece na DMIF, as Recomendações da IOSCO não apresentam um elenco de produtos financeiros complexos e não complexos. No entanto, definem-se os PFC como “os produtos financeiros cujos termos e condições são facilmente incompreendidos por um investidor médio (opondo-se estes aos instrumentos de investimento tradicionais ou *plain vanilla*), com uma estrutura complexa e/ou com um mercado secundário limitado ou inexistente (e, por isso, potencialmente ilíquidos)”. *Idem*, cit. p. 10

<sup>41</sup> Cfr. IOSCO, *Suitability...*, pp. 15 e ss.



A DMIF e a IOSCO são, assim, duas “fontes” que impõem aos Estados, ainda que de forma e modo juridicamente diversos, a criação de um regime de proteção do investidor no âmbito da subscrição de PFC. Sem prejuízo de retomarmos o tema das normas regulatórias supranacionais na Parte II, a propósito do *Product Intervention*, passaremos agora a abordar um regime específico de proteção do investidor, nestas fontes bastante inspirado, para que, apreendido o seu objeto e vicissitudes, possamos estar em condições de na Parte II explorarmos uma diferente abordagem regulatória à proteção do investidor.

### **c. A Proteção do Investidor na subscrição de PFC**

Como *supra* mencionado, vários países têm adotado mecanismos de proteção do investidor no âmbito dos PFC, que se têm subsumido, em geral, ao controlo, na fase da subscrição do PFC pelo investidor, das informações financeiras e publicidade prestadas pelas empresas ou serviços de investimento<sup>42/43</sup>. Para um maior e melhor foco na análise, e tendo presente a economia que se pretende neste trabalho, procederemos unicamente ao estudo do sistema de proteção do investidor em Portugal, já que ele próprio adota muitas soluções que encontramos noutros ordenamentos.

Em Portugal, o Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, vem habilitar a CMVM a regulamentar “os deveres de informação e transparência a que devem obedecer as mensagens publicitárias e os prospectos informativos respeitantes a Produtos Financeiros Complexos”<sup>44/45</sup>.

---

<sup>42</sup> Em Itália existe um especial regime de *disclosure* no âmbito da distribuição de produtos ilíquidos, assim definidos pela CONSOB. Na Holanda e na Dinamarca criou-se, à semelhança de Portugal, um sistema de avisos gráficos como forma de comunicar aos investidores os riscos dos PFC. Em França, a AMF criou um sistema de publicidade e de comercialização de produtos financeiros complexos, segundo o qual, se o produto a subscrever oferecer menos de 90% do capital investido na maturidade ou cumprir certas categorias de risco, a sua publicidade está sujeita à aprovação estrita do regulador. Na Alemanha, existe, entre outros mecanismos de proteção, a obrigatoriedade de cumprimento de requisitos mínimos de qualificação para alguns colaboradores de empresas de investimento, sendo necessário o registo desses colaboradores junto da BaFin. Para mais desenvolvimentos sobre os mecanismos de Direito Comparado de proteção do investidor cfr. CMVM, *Relatório de Análise de Impacto da Regulamentação de Produtos Financeiros Complexos*, 2012, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), pp. 11 e ss. e ALBUQUERQUE MATOS, NUNO, “Produtos Financeiros Complexos – Regulamento da CMVM n.º 1/2009 – Sua Análise e Reflexão para Futuras Modificações”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 37, Dezembro de 2010, pp. 39 e ss.

<sup>43</sup> Com exceção da Bélgica e do Reino Unido como analisaremos *infra* II.I.2 e II.I.3

<sup>44</sup> Cfr. n.º 8 do artigo 2.º

<sup>45</sup> Tal como *supra* referido (I.I.b.), a noção de Produto Financeiro Complexo que consta deste Decreto-Lei, não é exatamente a seguida por nós. Onde ali se construiu uma noção-quadro mais “económica” aqui tem-se em conta conceitos jurídicos subjacentes ao CVM. No, entanto, e como se verá

Desta habilitação legal, nasce o Regulamento n.º 1/2009 da CMVM, relativo à Informação e Publicidade sobre Produtos Financeiros Complexos sujeitos à Supervisão da CMVM, ao tempo, um dos marcos regulatórios mais inovadores no contexto europeu<sup>46/47</sup>. Este Regulamento introduz a exigência da apresentação de um documento informativo que contém, obrigatoriamente, e entre outros elementos, a referência à subscrição, pelo investidor, de um PFC. Inaugurou também a regra de dependência de aprovação prévia da publicidade, pela CMVM. No entanto, e tal como se pode ler no seu preambulo, este Regulamento estabelecia um regime de *disclosure* de requisitos mínimos, não existindo, assim, uma efetiva proteção dos investidores face às assimetrias de informação no mercado.

Apesar de ter constituído um ponto importante na proteção dos investidores em Portugal, a modificação do Regulamento n.º 1/2009 mostrou-se, desde cedo, necessária.<sup>48</sup>. No seguimento de um “Relatório de Análise de Impacto da Regulamentação de Produtos Financeiros Complexos”, a CMVM decidiu abrir um processo de consulta pública, com o objetivo de modificar o regulamento existente<sup>49</sup>. Subjacente, ainda, ao novo Regulamento, está a proposta da Comissão de regulamento europeu relativo aos *Packaged Retail Investment Products*, de 3 de Julho, que adiante exploraremos, bem como um esforço na criação de uma regulamentação unitária de PFC com a inclusão dos seguros e operações ligadas a fundos de investimento (*unit-linked insurance funds*), anteriormente regulamentados ao abrigo do Regulamento n.º 8/2007.

O Regulamento n.º 2/2012, é pois o culminar destes esforços e vários dos seus aspetos merecem, aqui, saliência. Apesar do foco regulatório nele constante continuar a ser o da imposição de regras na comercialização e publicidade de PFC (outra solução não seria, contudo, de esperar, atendendo à sua norma habilitadora), este Regulamento

---

pela análise feita, a divergência na aceção do conceito de Produto Financeiro Complexo em nada prejudicará a coerência do que por nós foi defendido.

<sup>46</sup> Para os PFC's sujeitos à regulação do Banco de Portugal, vide o “Entendimento conjunto do Banco de Portugal e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários quanto à delimitação de competências respeitante a produtos financeiros complexos”, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

<sup>47</sup> No âmbito deste Regulamento e da política da CMVM a ele respeitante, foi criado um Comité de Inovação Financeira com o objetivo essencial de centralizar e coordenar toda a inovação financeira. Além disso, foram emitidas recomendações aos investidores e divulgado um guia sobre produtos financeiros complexos e um glossário de termos relativos a instrumentos financeiros. Ademais, foi ainda promovido um interessantíssimo estudo, único na Europa ao seu tempo, sobre os métodos de avaliação de Produtos Financeiros Complexos.

<sup>48</sup> Cfr. ALBUQUERQUE MATOS, NUNO, “Produtos Financeiros...”, pp. 45 e ss.

<sup>49</sup> Disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

introduz alterações significativas nas obrigações de *disclosure* das empresas e serviços de investimento que aqui merecem uma atenção especial.

Em primeiro lugar, destaca-se o seu âmbito de aplicação, nos termos do artigo 2.º. Apesar das dúvidas que possam surgir quanto à legalidade da inclusão dos instrumentos derivados no seu âmbito material<sup>50</sup>, pensamos que o alargamento, ou pelo menos, a tipificação, dos tipos de instrumentos objeto do presente Regulamento é bastante feliz, já que atende, salvo melhor opinião, aos critérios genéricos de qualificação de um produto financeiro como complexo, nos termos propostos *supra*.

Em segundo lugar, o Regulamento vem introduzir alterações significativas, de forma e de conteúdo, ao documento informativo pré-contratual a prestar ao investidor, o IFI (cfr. artigos 5.º e ss.). Quanto antes se consignavam elementos mínimos de informação, agora tipifica-se exaustivamente o conteúdo das informações e advertências, contendo, inclusivamente, o artigo 3.º, um amplo leque de definições a usar nesses documentos. Em benefício da clareza da informação, o emitente de um PFC é também obrigado, à semelhança do que acontece em outros países europeus, a incluir no IFI um alerta gráfico, que contém as principais características relevantes do PFC a subscrever, bem como a informação relativa à possibilidade de perda, na maturidade, de parte ou da totalidade do capital investido. Através deste novo IFI, pretende-se uma simplificação do processo de supervisão na emissão de PFC, que passa a ser baseado em elementos uniformes para todos os emitentes. São também alargados os deveres de informação pós-contratuais, perante a CMVM.

Um outro aspeto importante, introduzido por este Regulamento, é a obrigatoriedade de, nos PFC de rendimento periódico ou que cuja data de reembolso ou montante do reembolso esteja condicionado à ocorrência de um qualquer evento (v.g. uma obrigação condicionada a um evento de crédito), o emitente apresentar cenários em função da sua probabilidade de ocorrência (cfr. artigo 13.º). Com efeito, chegou-se à conclusão que os investidores não apreendiam facilmente a estrutura dos *payoffs* deste tipo de PFC, já que muitas vezes os emitentes associavam elevadas taxas de rentabilidade a cenários – pouco prováveis – como fator de atração de investidores. Esta nova regra vem precisamente corrigir esta “publicidade enganosa”, estando agora os emitentes obrigados a informar sobre as probabilidades de ocorrência das rentabilidades oferecidas.

---

<sup>50</sup> Cfr. Resposta à Consulta Pública da CMVM, pela Vieira de Almeida & Associados, disponível em [www.cmvm.com](http://www.cmvm.com), p. 4.

Por último, o Regulamento n.º 2/2012, vem ainda alargar os requisitos respeitantes à publicidade e ao *marketing* de PFC e estabelecer prazos de caducidade dos mesmos.

Apesar de ter entrado recentemente em vigor e de ainda não existirem dados quanto à sua execução, cremos que este novo quadro regulatório de *disclosure* no âmbito dos PFC é consistente e apto a eliminar assimetrias de informação entre os emitentes e os respetivos investidores. No entanto, regular a complexidade inerente aos PFC não poderá apenas passar pela criação de um sistema de proteção do investidor e de combate às assimetrias de informação focado no momento de subscrição do produto. De facto, mesmo que os investidores compreendam o risco de um determinado produto financeiro, não significa que compreendam, e se consigam proteger, dos riscos do sistema financeiro, que a estes produtos está tão inerente, caindo assim qualquer esforço para se criar um eficiente mecanismo de proteção do investidor. Uma nova abordagem regulatória revela-se, necessária.

### **III. A REGULAÇÃO MACRO-PRUDENCIAL E A EMISSÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS**

#### ***a. Enquadramento***

A regulação micro-prudencial tem como fim a limitação dos riscos inerentes a cada instituição ou agente do mercado, individualmente considerados, através, por exemplo, da imposição de normas de conduta, de rácios de capital ou de normas de *disclosure*<sup>51</sup>. No capítulo anterior exploramos os problemas relacionados com a proteção do investidor, com os deveres de informação por parte dos agentes do mercado e como o combate às assimetrias de informação é importante para se introduzir maior confiança e estabilidade nos mercados. Tomámos, portanto, uma abordagem micro-prudencial na regulação dos PFC.

O desafio que agora temos pela frente coloca-se noutra perspetiva. De facto, a complexidade, a opacidade e a dificuldade de perceção e avaliação de riscos, características tão inerentes à emissão PFC, introduzem no mercado fatores potenciadores de risco sistémico, que não podem ser controlados através da regulação

---

<sup>51</sup> Cfr. CLEMENT, PIET, “The term «macroprudential»: origins and evolution”, *BIS Quarterly Review*, Março 2010, p. 64

de cada instituição individualmente considerada, mas que antes pressupõe a regulação ou, melhor dito, a monitorização do sistema financeiro como um todo. Resumidamente, onde ali se procura regular o risco resultante do comportamento dos agentes de mercado (risco exógeno), aqui procura-se controlar os riscos inerentes ao comportamento do mercado (risco endógeno)<sup>52</sup>. Nas próximas páginas abordaremos, assim, a noção e objeto da regulação macro-prudencial para assim estarmos em condições de compreender os desafios que se colocam, em particular, com a emissão de PFC<sup>53</sup>.

### ***b. Noção e objeto***

A regulação macro-prudencial pode ser definida como a orientação regulatória e de supervisão financeira, ligada à análise macroeconómica, concludente com a criação de mecanismos de mitigação dos riscos do sistema financeiro globalmente considerado (riscos sistémicos)<sup>54</sup>.

A preocupação com a regulação macro-prudencial não é um dado recente no panorama mundial, já que a necessidade em estabelecer um regime de controlo de riscos do mercado encontra eco na literatura especializada desde, pelo menos, os anos 70<sup>55</sup>. No entanto, a Crise Financeira de 2007 provou a importância e a perentoriedade de se estabelecerem mecanismos regulatórios perante o sistema financeiro no seu conjunto<sup>56</sup>, já que, apesar de não ter sido originariamente fruto de um problema de regulação macro-prudencial, a abundância de riscos sistémicos no mercado levou a que uma crise do setor imobiliário americano contaminasse todo o sistema financeiro mundial<sup>57</sup>.

Compreendida a noção de regulação macro-prudencial e identificado o seu objeto falta-nos, no entanto, apreender o conceito fundamental desta abordagem regulatória: o risco sistémico.

---

<sup>52</sup> Cfr. THE WORLD BANK GROUP, “Macro-Prudential Regulation”, *Crisis Response n.º 6*, 2009, disponível em [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org), p. 2

<sup>53</sup> Para uma análise das várias abordagens prudenciais e dos desafios que se colocam à regulação financeira num mundo pós-crise vide, por todos, GORDON, JEFFREY e MAYER, COLIN, *The Micro, Macro and International Design of Financial Regulation*, Draft 2.2, Março 2012, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

<sup>54</sup> PAPATHANASSIOU, CHRYSIA e ZAGOURAS, GEORGIOS, “A European Framework for Macro-Prudential Oversight”, in AAVV., *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, ed. EDDY WYMEERSCH, KLAUS J. HOPT e GUIDO FERRARINI, Oxford University Press, 2012, p.160

<sup>55</sup> Para uma análise sobre a regulação macro-prudencial e as origens do seu estudo e evolução Cfr. CLEMENT, PIET, “The term...”

<sup>56</sup> Cfr. LAROSIÈRE GROUP, *The High-Level...*, pp. 63 e ss.

<sup>57</sup> Cfr. GORDON, JEFFREY e MAYER, COLIN, *The Micro...*, p. 1

O conceito de risco sistémico esteve desde sempre ligado à atividade bancária através do célebre caso do “*bank run*”, cenário esse que originou o *crash* de 1929 e a Grande Depressão dos anos 30<sup>58</sup>. No entanto, o sistema financeiro não é só composto por bancos ou instituições financeiras. De facto, a desintermediação que ocorreu nos últimos anos – passando, as empresas, a poder financiar-se diretamente através do mercado de capitais sem acorrer a intermediários financeiros – levou a que os investidores, ou outros sujeitos do mercado, pudessem diversificar o risco dos seus investimentos através da detenção de *portfolios*. Esta situação acrescenta, assim, um outro tipo de risco sistémico: a existência de risco que não pode ser diversificável<sup>59/60</sup>. Uma noção integrada, que abranja tanto o risco sistémico institucional como o risco sistémico de mercado é, pois, necessária, já que no sistema financeiro moderno, tanto as instituições como os “mercados” podem estar expostas a estes dois tipos de riscos sistémicos.

Ora, segundo STEVEN L.SCHWARCZ, o risco sistémico pode ser definido como o “risco de (i) um choque económico, como uma falha de mercado ou de um instituição, originar - através do pânico dos sujeitos do mercado, ou de qualquer outro fator – (X) uma catadupa de perdas significativas nas instituições ou mercados financeiros, por um lado, (Y) o aumento do custo de capital ou diminuição da disponibilidade de capital no mercado, por outro, muitas vezes evidenciados pela substancial volatilidade dos preços no mercado financeiro.”<sup>61/62</sup>. A regulação do risco sistémico é, pois, um imperativo à criação de um mercado eficiente e dinamizador da estabilidade económica e social<sup>63</sup>

---

<sup>58</sup> A impossibilidade de um banco satisfazer todos os pedidos de levantamento por parte dos depositantes leva, imediatamente, à impossibilidade dos outros bancos também satisfazerem os mesmos pedidos. O efeito de pânico, causado pela repentina quebra de confiança no mercado bancário, aliado à interdependência dos ativos e passivos dentro do setor bancário (mercado interbancário) e ao nível baixo de ativos consignados às quantias depositadas, produz um efeito contagiante a todo o setor, provocando a falência destas instituições e daqueles que dela, por alguma razão, dependam.

<sup>59</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Systemic Risk...”, cit. p. 200

<sup>60</sup> Segundo a teoria do *portfolio*, o investidor deve mitigar o risco dos ativos detidos, diversificando as suas opções de investimento (*hedging*). Desta forma, estará o menos exposto possível ao risco dos ativos, singularmente considerados (o risco específico ou risco único). No entanto, existe um risco que mesmo o *portfolio* mais eficiente não poderá diversificar: o risco de mercado ou risco sistémico. O risco sistémico, segundo esta teoria, advém dos possíveis choques que o sistema financeiro, globalmente considerado, possa enfrentar. Esta é razão pela qual o preço das ações, por exemplo, tende a evoluir, normalmente, da mesma forma (fator medido pela variável beta ( $\beta$ ) que mede a sensibilidade de cada ativo aos movimentos de mercado). Cfr. BREALEY-MEYERS, *Principles of Corporate Finance*, 7<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill, 2007, p. 167

<sup>61</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Systemic Risk...”, cit. p. 204

<sup>62</sup> A alínea c) do artigo 2.º do Regulamento (UE) n.º 1092/2010, relativo à supervisão macro-prudencial do sistema financeiro na União Europeia e que cria o Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB) define, por sua vez, o risco sistémico como “um risco de perturbação do sistema financeiro suscetível de ter consequências negativas grave no mercado interno e na economia real. Todos os tipos de

Dentro deste quadro passaremos agora a analisar os desafios que se colocam à regulação do risco sistémico – e à regulação macro-prudencial, em geral - no âmbito da emissão de PFC.

### *c. A regulação do risco sistémico*

Tal como temos vindo a referir, os PFC são instrumentos que apesar de estimularem a eficiência, a competitividade e o desenvolvimento do mercado, produzem também riscos ao seu funcionamento, porquanto a sua falta de regulação potência, como, aliás a crise financeira nos mostrou, a falta de transparência e de confiança, bem como a instabilidade e a ineficiência. Sendo o risco sistémico um tipo de risco financeiro – ou, melhor dito, um risco para o sistema financeiro – uma solução regulatória de controlo é, nesta medida, necessária<sup>64/65</sup>.

A existência de um sistema financeiro global e a correspondente inexistência, atualmente, de um regulador ou de um sistema integrado de regulação, supervisão e monitorização de âmbito mundial<sup>66</sup>, é o primeiro dos percalços com que uma eficiente regulação do risco sistémico se depara. Como bem concluem JEFFREY GORDON e COLIN MAYER, só a harmonização ou a existência de uma instituição de carácter global que permita identificar, imunizar, isolar e intervir sobre os riscos existentes no sistema financeiro global, cumpre, plenamente, os fins e objetivos de uma regulação macro-prudencial<sup>67/68</sup>.

---

intermediários, de mercados e de infra-estruturas financeiros podem ser, em determinada medida, potencialmente importantes a nível sistémico”

<sup>63</sup> *Idem*, p.208

<sup>64</sup> *Idem*, p. 207

<sup>65</sup> Como bem observa STEVEN L. SCHWARCZ, “[s]em regulação, as externalidades causadas pelo risco sistémico não poderiam ser evitadas ou internalizadas já que a motivação inerente aos sujeitos do mercado é a de se protegerem a si próprios, e não ao sistema como um todo...Nenhuma empresa... possui um incentivo à limitação das suas opções de risco, para assim reduzir o perigo de contágio a outras empresas (...) [m]esmo que os sujeitos de mercado pudessem agir coletivamente para prevenir o risco sistémico, mesmo assim escolheriam não fazê-lo. Isto porque as externalidades de uma falha sistémica imporiam custos sociais que extravasam os sujeitos de mercado. Por tudo isto, os sujeitos de mercado não quererá internalizar estes custos e pouco se preocuparão em os prevenir.”. Cfr. SCHWARCZ, STEVEN L., “Systemic Risk...”, cit. p. 206. Igualmente, PAN, ERIC J., *Understanding Financial Regulation*, 2011, disponível, em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 43

<sup>66</sup> Com efeito, já têm sido criadas estruturas com a especial atribuição de monitorizar e controlar os riscos sistémicos como por exemplo a *European Systemic Risk Board* (ESRB), o *Financial Stability Committee* (FSC) no Reino Unido, o *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) nos EUA. No entanto, e pelo facto de serem instituições muito recentes, é-nos impossível afirmar que existe efetivamente uma regulação, entrosada, do risco sistémico global.

<sup>67</sup> Cfr. GORDON, JEFFREY e MAYER, COLIN, *The Micro...*, *passim*, pp. 3 e 4

<sup>68</sup> *Idem*, p.13

À falta de vontade política dos Estados ou, diga-se mesmo, à falta de força anímica dos mesmos para desenvolver tal sistema, a literatura especializada tem-se socorrido ao estudo e à possível implementação de mecanismos de âmbito nacional – ou mesmo regional – que, da forma mais eficiente possível, possam efetivar uma regulação macroprudencial. Tais soluções têm sido reconduzidas à arquitetura de sistemas que reduzam o risco de um colapso sistêmico (soluções *ex ante*) e/ou que mitiguem o alastramento do mesmo, caso já tenha ocorrido (soluções *ex post*)<sup>69</sup>. Estas contingências, contudo, reconduzem-se sempre à criação de mecanismos que, embora mitigando, residualmente, o risco sistêmico, pretendem tão-só reduzir os efeitos *psicológicos* da falta de confiança no mercado. Além disso, destas soluções quase sempre resultam problemas relacionados com o excesso de regulação, com a perda de competitividade das empresas e com o subfinanciamento da economia daí resultante<sup>70</sup>.

A solução que nos propomos a partir de agora estudar é tão-só outra que pretende reduzir *ex ante* a probabilidade de ocorrência de um colapso sistêmico. No entanto, aliada ao controlo dos riscos sistêmicos do mercado, a esta solução está também inerente a criação de um mais sólido sistema de proteção do investidor. Passemos agora a analisar esta nova abordagem regulatória em que se consubstancia o *Product Intervention*.

---

<sup>69</sup> Cfr SCHWARCZ, STEVEN L., “Systemic Risk...”, p. 214

<sup>70</sup> Para uma análise geral das soluções encontradas *vide Idem*, pp. 214 e ss.



**PARTE II**  
***PRODUCT INTERVENTION*: O INTERVENCIONISMO NA**  
**REGULAÇÃO DOS PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS**

## **I. *PRODUCT INTERVENTION: ORIGENS***

### ***a. Preliminares***

Na primeira parte deste trabalho preocupamo-nos em compreender, ainda que não da forma detalhada que o tema merece, o fenómeno dos PFC e o núcleo dos desafios existentes na regulação dos mesmos. Concluímos que a necessidade da sua regulação, atentas as suas características, resulta dos níveis de assimetria de informação que a sua circulação pode criar no mercado assim como dos riscos sistémicos que estes podem introduzir no sistema financeiro e explorámos cada uma destas questões.

Ultrapassadas as dificuldades de enquadramento que o regime regulatório que agora passaremos a estudar se depara, e analisados os fundamentos teóricos subjacentes ao surgimento do paradigma de regulação que passaremos agora a analisar, vejamos, em primeiro lugar, como tem sido o mecanismo de *Product Intervention* enquadrado e desenvolvido no plano da União Europeia bem como nas ordens jurídicas de dois Estados-Membros, a Bélgica e o Reino Unido.

Com efeito, em benefício de uma análise melhor enquadrada, e sem prejuízo do estudo que empreenderemos no Ponto II *infra*, podemos, desde já, definir este conceito como a abordagem regulatória e de supervisão focada nos estádios preliminares da cadeia de produção de um produto financeiro, normalmente, complexo, designadamente, através da criação de sistemas de aprovação prévia de produtos financeiros, da imposição de regras de *product governance*, de controlo de preços, de condições de venda e de distribuição, bem como de proibição de negociação<sup>71</sup>.

### ***b. As reformas europeias no Direito Financeiro: o RMIF e a DMIF II***

Na sequência da crise financeira de 2007, que evidenciou as fraquezas do sistema de regulação e supervisão financeira europeias, a Comissão Europeia encomendou um estudo com o singular objetivo de promover a reforma do mesmo, o denominado Relatório Lasorière<sup>72</sup>. Um dos pontos essenciais que resulta deste relatório, é o da necessidade de, até o ano de 2013, ser criado um regime harmonizado e nuclear de

---

<sup>71</sup> Cf. FSA, *Product Intervention: Discussin Paper*, 2011, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), p. 6

<sup>72</sup> LAROSIÈRE GROUP, *The High-Level...*, p. 69

regras e princípios de regulação e supervisão financeira, para todos os Estados-Membros<sup>73</sup>.

Acatando estas diretrizes, a Comissão Europeia publicou, a 20 de outubro de 2011, uma proposta de Regulamento dos Mercados e Instrumentos Financeiros (“RMIF”), bem como uma proposta de alteração da DMIF, a DMIF II<sup>74/75/76</sup>. Este pacote legislativo, que pretende reformar, por completo, o quadro regulatório europeu, visa “estabelecer um sistema financeiro mais seguro, mais sólido, mais transparente e mais responsável em benefício da economia e da sociedade no seu conjunto, na sequência da crise financeira, pretendendo igualmente garantir um mercado financeiro da EU mais integrado, eficiente e concorrente”<sup>77/78</sup>. Entre outros aspetos, esta reforma, que vem introduzir alterações nos mais variados âmbitos da regulação e supervisão financeiras, estabelece, como um dos seus pilares essenciais, o reforço e garantia da proteção dos investidores.

Ora, o princípio da proteção dos investidores é, como já tivemos a oportunidade de referir, um dos conceitos e princípios elementares no âmbito da atividade regulatória financeira<sup>79</sup>. Tal como também já abordarmos, a crise financeira de 2007 alertou os agentes do mercado para o facto da inovação e crescente complexidade dos instrumentos financeiros impor maiores níveis de transparência e eficiência no sistema financeiro, designadamente, no âmbito da proteção dos investidores. Este pacote reformatório agora proposto pela UE parte, precisamente, desta postulação. Assim, são propostas as mais diversas medidas, que perpassam todos os aspetos do funcionamento dos mercados financeiros e que se pretendem, precisamente, com a densificação dos sistemas de reporte, transparência e controlo das atividades financeiras.

---

<sup>73</sup> *Ibidem*, pp. 50 e 51.

<sup>74</sup> Proposta n.º 2011/0296 (COD), disponível em [www.europa.eu](http://www.europa.eu)

<sup>75</sup> Proposta n.º 2011/0298 (COD), disponível em [www.europa.eu](http://www.europa.eu)

<sup>76</sup> Apesar de serem duas propostas de atos legislativos de valor jurídico diferente – um Regulamento e uma Diretiva – a verdade é que o quadro regulatório proposto é o mesmo, razão pela qual a interpretação das normas neles constantes, terá de ser feita numa perspetiva integrada. Cfr. Considerando (3) da Proposta de Regulamento.

<sup>77</sup> *Idem*, “Exposição de Motivos”, p. 2

<sup>78</sup> Estas propostas vêm no seguimento da reforma do Sistema Europeu de Supervisão Europeia (“ESFS”) que procedeu à criação da Autoridade Bancária Europeia (EBA), da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (“ESMA”) e da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, enquanto pilares da regulação micro-prudencial tripartida. Por outro lado, foi criado o Comité Europeu do Risco Sistémico enquanto entidade suprema de regulação macro-prudencial. Para mais desenvolvimentos Cfr. WYMEERSCH, EDDY, “The European Financial Supervisory Authorities or ESAS”, in AAVV., *Financial Regulation...*, pp. 232 e ss.

<sup>79</sup> Cfr. *supra* I.II.a.

Uma das medidas agora proposta, constante do Título VII, artigos 31.º a 35.º, do RMIF - Medidas de supervisão respeitantes à intervenção no produto e posições – é aquela que, contudo, mais relevante se demonstra para o tema que nos propusemos a estudar.

As medidas de supervisão agora propostas, que com a aprovação do Regulamento passarão a ser aplicadas obrigatoriamente em todos os estados membros<sup>80</sup>, resultam, tal como se pode ler na Exposição de Motivos do RMIF, do “entendimento generalizado que a efetivação da supervisão e as necessidades do seu cumprimento terão de ser incrementados, tendo as autoridades competentes de ser equipadas com novos poderes específicos, na esteira da crise financeira, designadamente, que sejam capazes de escrutinar os produtos e serviços oferecidos”<sup>81</sup>. Estamos, pois, a falar de um sistema que explicitamente consagra uma intervenção direta das entidades de regulação e supervisão no próprio funcionamento do mercado, através da intervenção nos produtos e serviços financeiros: é uma inovação, sem precedentes, no Direito Financeiro europeu. Vejamos agora os traços e pressupostos característicos deste mecanismo.

Em traços gerais, este regime vem conferir à *European Securities and Market Authority* (“ESMA”)<sup>82</sup>, e às autoridades reguladoras nacionais, um leque de competências nos termos dos quais, verificando-se um risco sério de detrimento da proteção do investidor ou da estabilidade, funcionamento e integridade do mercado financeiro como um todo, estas passam a poder proibir ou restringir a comercialização, distribuição ou venda de qualquer produto ou prática financeira (cfr. artigos 31.º, n.º 1 e 32.º, n.º 1).

A aplicação destas medidas dependerá, contudo, da verificação de vários pressupostos. Assim, a intervenção das autoridades dos Estados-Membros, no âmbito do seu mercado interno, está condicionada (i) à existência de uma ameaça à proteção do investidor ou estabilidade do sistema financeiro; (ii) à inexistência de mecanismos regulatórios europeus que respondam, eficientemente, às ameaças acima expostas; (iii) a um juízo de proporcionalidade, tendo em conta os riscos identificados, o nível de sofisticação dos investidores ou participantes no mercado e as consequências que a ação a implementar possa ter nos restantes agentes do mercado; (iv) à consulta das

---

<sup>80</sup> Cfr. artigo 288.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia

<sup>81</sup> Proposta n.º 2011/0296, p. 11

<sup>82</sup> A ESMA, Autoridade Europeia dos Instrumentos e Mercados Financeiros, criada pelo Regulamento n.º 1095/2010, do Parlamento e Conselho Europeu, é a autoridade europeia central em matéria de regulação e supervisão dos mercados financeiros.

autoridades de regulação de outros Estados-Membros que sejam afetados pela implementação da medida, e (v) que a medida a implementar não crie efeitos discriminatórios nos serviços e atividades existentes num outro Estado-Membro (cfr. artigo 32.º, n.º 2). Por outro lado, para além dos poderes de coordenadora e facilitadora em relação às possíveis ações tomadas a cabo por cada Estado Membro – artigo 33.º -, o RMIF vem também estabelecer um quadro de intervenção direto da ESMA neste âmbito<sup>83/84</sup>. Estabelece o Regulamento, que a ESMA poderá temporariamente proibir ou restringir, no espaço comunitário, a comercialização, distribuição ou venda de determinados produtos, atividades ou serviços financeiros se, em geral, estiverem preenchidos, com as necessárias adaptações, os mesmos pressupostos que se aplicam às entidades nacionais, acrescentando-se ainda um especial enfoque no acautelamento de riscos de arbitragem regulatória.

Um outro aspeto deste conjunto de medidas de intervenção, prende-se com o novo regime de controlo de posições em instrumentos derivados, previsto, conjuntamente, na DMIF II – artigos 34.º e 35.º - e no RMIF – artigos 34.º a 36.º - e nos termos do qual as autoridades de supervisão poderão passar a intervir, a qualquer momento, durante a vigência de um contrato sobre instrumentos derivados, e tomar medidas para redução de uma posição. Assim, a DMIF II vem estabelecer o quadro de intervenção e competência das autoridades reguladoras, que passarão a dispor de competências expressas para exigir, a qualquer pessoa, informações sobre as posições detidas nos instrumentos derivados, bem como sobre as licenças de emissão, assim como a possibilidade de limitar as posições numa base *ex ante* (cfr. artigos 61.º, 72.º e 83.º). Por outro lado, o RMIF vem estabelecer o regime de reporte à ESMA, pelas entidades de supervisão nacionais, da decisão de tomar qualquer medida de controlo de posições, além de prever um regime de intervenção direta desta Autoridade no controlo de posições, que dependerá, contudo, da não intervenção da autoridade do Estado-Membro em causa (cfr. artigos 34.º e 35.º). Apesar de com contornos diferentes, estamos também aqui perante um mecanismo interventivo das autoridades reguladoras no “normal” funcionamento do mercado, pelo que se justifica incluímos, também, estes poderes, no conceito de *Product Intervention*.

---

<sup>83</sup> Esta atribuição já resultava, contudo, do artigo 9.º, n.º 5 do Regulamento n.º 1095/2010, sendo o regime agora proposto, uma mera regulamentação deste

<sup>84</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product intervention: a European Perspective*, 2011, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), pp. 11 e 12

A proposta de alteração da DMIF também vem proceder a alterações no quadro da proteção do investidor. Na Parte I *supra*<sup>85</sup>, procedemos à análise do sistema e de proteção do investidor no âmbito da DMIF em vigor, onde tratamos da distinção entre produtos complexos e não complexos para efeitos dos testes de adequação dos produtos financeiros aos investidores. A DMIF II não traz muitas novidades a este respeito, tendo a Comissão Europeia optado, simplesmente, por detalhar os critérios de classificação dos produtos financeiros como não complexos (cfr. artigo 25.º, n.º 3)<sup>86</sup>.

Este pacote reformatório, que já se encontra em fase final do seu procedimento legislativo, é bastante indicativo da política subjacente à regulação e supervisão financeiras na UE<sup>87</sup>. Com efeito, e apesar da economia que se pretende neste trabalho não nos ter permitido analisar todas as propostas de alteração do quadro regulatório comunitário, é já manifestamente evidente que, de futuro, espera-se uma abordagem bastante mais intervencionista por parte das entidades europeias e nacionais. Adiante abordaremos os possíveis problemas e vicissitudes decorrentes deste regime, conscientes, desde já, que estas medidas de intervenção no produto alterarão, por completo, o panorama financeiro no espaço europeu<sup>88</sup>.

Vejamos, de seguida, o que se tem proposto em outras ordens jurídicas, singularmente consideradas. Com efeito, referimos na Parte I deste trabalho que já existem, em maior ou menor medida, na maior parte dos Estados-Membros, sistemas de proteção do investidor no âmbito da regulação dos PFC, tendo sido abordado, então, o sistema vigente em Portugal. Analisemos agora os regimes existentes, na Bélgica e no Reino Unido, que, como veremos, já adotando ou indo adotar soluções mais intervencionistas, prepõe consagrar verdadeiros regimes de *Product Intervention*.

### ***c. A moratória Belga à distribuição de Produtos Financeiros Complexos***

A Bélgica foi possivelmente o país que adotou a abordagem regulatória mais intervencionista, no que respeita à regulação do seu mercado de PFC, avaliado em € 85 milhões de euros<sup>89</sup>. No seguimento da comunicação da *Autorité des Services et Marchés*

---

<sup>85</sup> Ponto I.II.

<sup>86</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, pp. 12 e 13

<sup>87</sup> Cfr. [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2011/0296\(COD\)](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2011/0296(COD))

<sup>88</sup> *Infra*, II.II.d.

<sup>89</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, p. 14

*Financiers* (“FSMA”) de 20 de Junho de 2011, foi estabelecido um período de moratória, voluntária, à negociação de “produtos estruturados especialmente complexos” tendo em vista a criação de um sistema regulatório que consiga eficientemente regular a emissão destes produtos<sup>90/91</sup>.

Esta moratória que foi inclusivamente subscrita por várias instituições e intermediários financeiros, Belgas e não-Belgas, foi seguida da publicação de uma Consulta Pública sobre um novo quadro regulatório para a distribuição de produtos estruturados no mercado de retalho<sup>92</sup>. A consulta traça um regime baseado em dois princípios base, a transparência e a redução da complexidade, sendo propostas sete medidas para a sua prossecução: (i) a instituição de um mecanismo de aprovação prévia de produtos; (ii) a implementação de medidas que promovam a transparência nos custos suportados pelo investidor, dos riscos por ele incorridos e do retorno do produto subscrito; (iii) a criação de um mecanismo pelo qual seja possível, para o investidor, monitorizar o valor dos ativos subjacentes ao produto subscrito; (iv) a correta descrição dos cenários de probabilidades de rentabilidade dos produtos; (v) a existência de um número predefinido de métodos de cálculo do valor do produto; (vi) o estabelecimento de um serviço pós-venda, contendo informações várias sobre a evolução económica dos produtos subscritos; (vii) a implementação de um regime de *non-compliance*, nos termos do qual a entidade reguladora poderá proceder à proibição e/ou restrição, total ou parcial, da comercialização de produtos, bem como a indicação de que o produto em causa não é aconselhado a investidores no mercado de retalho, no caso de o agente financeiro não cumprir qualquer obrigação que lhe é imposta ou não esteja, ou deixa de estar preenchido, qualquer pressuposto pré-definido à circulação, em mercado, desse produto.

Não nos sendo possível abordar cada uma destas medidas propostas, não podemos, no entanto, deixar de assinalar a proposta de criação de um regime prévio de aprovação

---

<sup>90</sup> FSMA, *Moratorium on the Distribution of Particular Complex Structured Products*, Communication FSMA\_2011\_02 du 20 juin 2011, disponível em [www.fsma.be](http://www.fsma.be). A adesão a esta moratória, por um “distribuidor”, dependia, contudo, do concreto volume de ativos correspondentes a PFC no seu balanço, que teria de ser maior ou igual a € 500.000

<sup>91</sup> Sendo considerados produtos estruturados “os produtos de investimento (...) que incluem um componente derivado na sua estrutura e que cujo pagamento ou remuneração, calculado segundo uma qualquer fórmula, depende do desempenho de um ou mais ativos subjacentes”, sendo considerados “particularmente complexos” aqueles cujo ativo subjacente não é acessível, que apresenta uma estratégia e fórmula de cálculo especialmente complexa e que importa custos de informação e aumento do risco de crédito. Cfr. *Idem*, pp. 4 e 5

<sup>92</sup> FSMA, *Consultation note on the introduction of a regulatory framework for the distribution of structured products to retail investors*, Agosto de 2011, disponível em [www.fsma.be](http://www.fsma.be)

de PFC, bem como os poderes que a FSMA possuirá no caso de *non-compliance*, designadamente, o poder de banir ou restringir a circulação de um PFC. No entanto, comparando o regime proposto por este Estado-Membro com o que resulta das propostas da UE, não podemos deixar de nos interrogar em que medida este Estado-Membro, com a possível aplicação destas medidas, no mínimo, ultra-intervencionistas, não põe em causa as normas dos Tratados, designadamente, o princípio da livre circulação de capitais, bem como os Regulamentos e Diretivas Europeias e o princípio da harmonização máxima nestes previsto. Não obstante estes problemas, ao implementar este regime, claramente mais intervencionista do que o dos demais Estados-Membros, a Bélgica estará a criar riscos de arbitragem regulatória no seu próprio prejuízo<sup>93</sup>.

#### **d. O caso britânico: a *Financial Conduct Authority***

O *Financial Services Act* de 2012, de 19 de dezembro, procedeu a uma total reestruturação e revisão das atribuições, competências e procedimentos das entidades reguladoras britânicas tendo, inclusivamente, reformulado toda a estrutura institucional das entidades de supervisão do setor financeiro no Reino Unido<sup>94</sup>. Assim, a 1 de abril de 2013 cessou a atividade da *Financial Services Authority* (“FSA”), tendo-se iniciado o consulado da *Financial Conduct Authority* (“FCA”) e da *Prudential Regulation Authority* (“PRA”), a quem agora compete, respetivamente, a regulação prudencial e a regulação comportamental dos mercados financeiros<sup>95</sup>. Ora, a compreensão de algumas das atribuições e poderes da recente FCA, designadamente, a sua abordagem ao *Product Intervention*, é, neste âmbito, necessária.

---

<sup>93</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, pp. 15 e 16

<sup>94</sup> A reforma do sistema de regulação e supervisão no Reino Unido teve como principal propulsor o conhecido relatório elaborado por Lord Turner, um autêntico relatório Lavosière britânico. Cfr. FSA, *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, 2009, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

<sup>95</sup> A nova estrutura institucional de regulação do setor financeiro passa a estar arrumada nos seguintes termos: A FCA passa a ser a entidade responsável pela regulação e supervisão comportamental das entidades e serviços de investimento, bem como pela regulação e supervisão prudencial das entidades não sujeitas à supervisão da PRA, funcionando na dependência do *HM Treasury* e do Parlamento. A PRA é a entidade responsável pela supervisão prudencial das empresas depositárias, seguradoras e as empresas mais relevantes em termos sistémicos, sendo dependente do Banco Central. Ao *Bank of England* cabe a responsabilidade pela promoção da estabilidade financeira no Reino Unido, cabendo-lhe a gestão de crises financeiras, a supervisão dos sistemas de pagamentos e das *clearing houses* e dispondo de poder regulamentar e sancionatório. O *Financial Policy Committee*, órgão independente do *Bank of England*, é o ente responsável pela coordenação entre a FCA e PRA, competindo-lhe, ainda, a identificação, monitorização e gestão dos riscos do mercado e a macro-regulação em geral. Por fim, ao *HM Treasury* caberá a responsabilidade geral de estabelecer a legislação e as regulamentações adequadas ao funcionamento do sistema. Cfr. FSA, *Journey to the FCA*, 2012, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), p. 1



Desde o despoletar da crise financeira de 2007 tem sido manifesta a atenção dada, pelas entidades reguladoras britânicas, *maxime*, pela FSA, aos mecanismos de proteção do investidor, tendo sido tomadas várias medidas nesse sentido, nomeadamente, as iniciativas “*Treating Customers Fairly*”, a “*Retail Distribution Review*” e a “*Mortgage Market Review*”<sup>96</sup>. Todas estas iniciativas tinham, contudo, a mesma filosofia: a de estabelecer normas relativas à publicidade e distribuição de produtos financeiros, isto é, de centrar o foco regulatório no momento da subscrição do produto pelo investidor. Não obstante, a FSA decidiu tomar outra abordagem, uma que mais eficientemente proteja o investidor e que alargue o âmbito da intervenção regulatória às fases preliminares de conceção de um produto financeiro. Foi neste contexto que se iniciou a fase de consultas tendo em vista a implementação de um sistema de *Product Intervention*, agora operado por este diploma<sup>97</sup>.

A Consulta Pública aberta em janeiro de 2011, altura em que já estava em discussão a proposta do novo *Financial Services Act*, vem, assim, estabelecer o quadro interventivo proposto. Resumidamente, era requerido aos agentes do mercado que se pronunciassem sobre a possibilidade de intervenção da autoridade regulatória nas fases de conceção e distribuição estratégica, dos critérios subjacentes a essa intervenção e dos possíveis mecanismos de controlo: aprovação prévia, banimento; intervenções ao nível do preço; avisos; características obrigatórias dos produtos; *product governance*.

Esta Consulta Pública contou com a resposta de cerca de 84 entidades, desde organizações de investidores, passando por empresas e serviços de investimentos e por investidores particulares<sup>98</sup>. Apesar de terem sido amplamente aceites os motivos e justificações subjacentes ao surgimento de um novo paradigma de intervenção regulatória, o *feedback* quanto às medidas propostas, foi, no entanto, misto<sup>99</sup>. Com efeito, a maioria dos participantes nesta consulta fez notar que as análises de risco, subjacentes à concreta intervenção estavam pouco desenvolvidas ou estudadas, além de fortemente criticarem a previsão de medidas como a banimento e a restrição de circulação de produtos no mercado bem como os mecanismos de fixação ou correção de preços.

---

<sup>96</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, p. 17

<sup>97</sup> FSA, *Product Intervention: Discussion...*, p. 3

<sup>98</sup> FSA, *Product Intervention: Feedback Statement*, 2011, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), pp. 7 e ss.

<sup>99</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, p. 18

No termo do processo de consulta pública, e previamente à aprovação e entrada em vigor do *Financial Services Act*, a FSA publicou ainda dois relatórios de abordagem à nova filosofia regulatória no âmbito da FCA, absorvendo já várias das linhas de orientação já constantes da Consulta Pública<sup>100</sup>.

Foi assim, decorrente deste processo, que o *Financial Services Act* vem estabelecer as atribuições e competências da FCA, no âmbito da intervenção no produto. Ora, na Parte 2 deste diploma – alterações ao *Financial Services and Market Act 2000* – vêm estabelecidos os poderes regulamentares das novas entidades regulatórias, prevendo-se nos artigos 137-C, *ex vi* 137-M, o poder regulamentar da FCA em matéria de *Product Intervention*. Este poder subdivide-se em dois tipos de intervenções: o poder regulamentar geral, consubstanciando-se este no poder de fazer emanar, após consulta dos agentes do mercado e das restantes autoridades reguladoras<sup>101</sup>, normas gerais e abstratas respeitantes a mecanismos de intervenção no produto, e o poder regulamentar temporário através do qual a FCA poderá acionar, pelo prazo de 1 ano, quaisquer mecanismos de intervenção em produtos financeiros mercados, mas com menores deveres de consulta, nos termos do artigo 138-M.

Quer utilizando uma regulamentação definitiva, quer promovendo uma temporária, a FCA dispõe de uma ampla margem de conformação quanto às concretas medidas a aplicar. Assim, dispõe o artigo 137-C, parágrafos (1) e (2), que o poder regulamentar da FCA inclui o poder de proibir ou restringir certa(s) pessoa(s) ou entidade(s) (i) de celebrar um qualquer tipo de acordo/contrato, (ii) de celebrar um acordo/contrato fora do âmbito de determinados pressupostos pela FCA estabelecidos (iii) de promover qualquer ação tendo em vista a sua vinculação, ou a obtenção de um qualquer tipo de benefício económico, em relação a um determinado acordo/contrato.

No que respeita às medidas temporárias, a Lei ainda adiciona um outro requisito: a necessidade da sua imediata execução para o cumprimento dos objetivos de proteção de investidor ou de manutenção da concorrência. Por outro lado, o *HM Treasury* também poderá ordenar a execução de alguma medida de *Product Intervention* se estiver posta em causa a integridade do mercado, nos termos do artigo 138-M, parágrafo (1), alínea (b).

---

<sup>100</sup> Cfr. FSA, *The Financial Conduct Authority: Approach to Regulation*, 2011, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), pp. 15 e ss e FSA, *Journey...passim*, pp. 11 e ss

<sup>101</sup> Cfr. 138-J

Como se pode apreender dos poderes conferidos à FCA, esta possui uma ampla margem de conformação no que às concretas medidas de *Product Intervention* diz respeito. De facto, a *Financial Services Act* limita-se a determinar atribuições gerais, conferindo uma ampla margem de discricionariedade à FCA na conceção, produção e mesmo invenção de mecanismos de intervenção, sobretudo quando se encontram reunidos os pressupostos para o decretamento de uma medida provisória.

Ainda assim, a então FSA, promoveu uma outra Consulta Pública, com o especial propósito de discutir e elaborar uma Declaração de Princípios da FCA, em matéria de intervenções temporárias<sup>102/103</sup>. Com efeito, esta Consulta, não propondo nenhuma medida em concreto, acaba por identificar situações específicas de intervenção e os contornos da sua execução<sup>104</sup>.

O sistema de regulação está em plena metamorfose naquele que é o principal centro financeiro da Europa. Sendo ainda cedo para avaliar o impacto dos poderes e atribuições das novas entidades de regulação, designadamente, em matéria de *Product Intervention*, o certo é que estas mudaram, por completo, o panorama do maior sistema financeiro europeu.

## II. *PRODUCT INTERVENTION*: A REGULAÇÃO DA COMPLEXIDADE E DA INOVAÇÃO

### a. *Conceito*

Até agora preocupamo-nos em analisar os principais desafios que a regulação da complexidade e da inovação, inerente, cada vez mais, aos produtos financeiros, enfrenta. No Ponto precedente examinámos as mais recentes medidas propostas, ou já em vigor, respeitantes aos denominados mecanismos de intervenção no produto. Falta-nos, contudo, versar sobre este conceito e entender em que medida constitui um mecanismo eficaz na proteção do investidor e na mitigação dos riscos sistémicos, assim como apurar se a existência desta abordagem, como vimos, intervencionista, não poderá causar falhas ou quebras de eficiência no mercado.

---

<sup>102</sup> FSA, *The FCA's use of temporary product intervention rules*, 2012, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

<sup>103</sup> Declaração de Princípios esta que resulta do *Financial Services Act*, artigo 138-O

<sup>104</sup> FSA, *The FCA'S ...*, p. 10

Conscientes da novidade do tema, no panorama doutrinário e das fontes, começemos por dissecar este conceito, baseando-nos, como não poderia deixar de ser, nas próprias propostas que anteriormente abordámos.

A intervenção no produto consubstancia-se, como já tivemos oportunidade de referir, no conjunto de medidas, adotadas pelas autoridades regulatórias, com especial foco nas fases primárias do ciclo de vida de um instrumento ou produto financeiro, tendo em vista o controlo das suas características económicas e jurídicas. O *Product Intervention* é, pois, uma abordagem intervencionista, no âmbito da regulação de produtos financeiros, que se concretiza em concretas medidas ou intervenções e no consequente reforço dos poderes de supervisão das autoridades reguladoras. Para compreender o conjunto de potenciais intervenções que podem ser tomadas pelas entidades reguladoras, precisamos de perceber, primariamente, em que consiste o ciclo de vida do produto, e os problemas que aqui se colocam, para os emitentes, investidores e reguladores.

Ora, a colocação de instrumentos financeiros nos mercados de retalho, pressupõe a tomada de várias decisões, que abrangem os respetivos emitentes, as sociedades colocadoras/distribuidoras (caso existam), os investidores e, por fim, as entidades de regulação. A cada uma destas decisões, corresponde uma diferente fase do ciclo de vida do produto, bem como a existência de um diferente desafio à regulação.

Tal como bem se nota no Relatório de Consulta Pública da FSA, sobre *Product Intervention*, o ciclo de vida de um produto financeiro desdobra-se em quatro fases: desenvolvimento, estabelecimento de estratégias de distribuição, momento de subscrição e momento pós-subscrição<sup>105</sup>. Na Parte I *supra*, a propósito dos mecanismos existentes de proteção do investidor, constatamos que o foco regulatório está(va) colocado nos momentos de subscrição e pós subscrição de um determinado produto, designadamente, através da imposição de mecanismos de *disclosure* aos respetivos emitentes<sup>106</sup>. Contudo, a intervenção no produto pressupõe o alargamento dos poderes, de supervisão, das entidades de regulação às fases preliminares, isto é, às fases de desenvolvimento e de estratégia de distribuição onde, na grande maioria das vezes, se

---

<sup>105</sup> Segundo este Relatório, os estudos apontam para os seguintes problemas, em relação a cada uma das fases do ciclo de vida de um produto financeiro: na fase de desenvolvimento, os critérios de fixação de preços, o fomento dos desequilíbrios contratuais e a falta de perspetivas de evolução; na fase de distribuição, a exploração dos preconceitos comportamentais dos investidores (*“risk appetite inertia”*); na fase de subscrição, o *disclosure* e desalinhamento de incentivos; na fase pós-subscrição, a irresponsabilidade dos serviços pós-venda e falta de acompanhamento da evolução económica dos produtos. Cfr. FSA, *Product Intervention: Discussion...*, p. 8

<sup>106</sup> *Supra* I.II.c.

encontra a fonte dos problemas que temos vindo a falar: o detrimento do investidor e a criação de níveis elevados de risco sistémico. A intervenção no produto pretende, assim, influir nas decisões tomadas pelos agentes de mercado nas fases prévias à sua distribuição no retalho.

Sucede, porém, que a previsão de um nível mais extenso de intervenção regulatória, como agora se propõe, não significa que não seja também reforçado o controlo nas restantes fases. Com efeito, sempre se dirá que falar em *Product Intervention* significa tão-só defender um reforço dos poderes de intervenção do regulador, sendo irrelevante a fase do ciclo de vida do produto financeiro. Posto isto, passemos agora a analisar os concretos poderes regulatórios e de supervisão em que se materializa este conceito.

Aquando da análise dos sistemas britânico e belga, bem como do novo modelo de regulação europeu de regulação, retratamos um conjunto de novos poderes interventivos que passaram a ser conferidos às autoridades reguladoras. Como se pode inferir da análise realizada, o *Product Intervention* não é uma realidade estanque, balizada segundo padrões de ação predefinidos, mas antes depende, enquanto modelo interventivo no mercado, de análises prévias e da conformação aos seus ciclos de atividade. Assim sendo, a escolha de uma ou outra medida de intervenção, no âmbito deste conceito, dependerá de inúmeros fatores, consoante os concretos objetivos a realizar, nomeadamente, a redução da complexidade, a transparência e a mitigação de riscos financeiros<sup>107</sup>. Através dos regimes expostos previamente, consideramos que este conceito se pode dividir em dois tipos de abordagens: uma, de natureza mais procedimental, que consiste na criação de um sistema de natureza para-administrativa de aprovação de produtos financeiros, à partida, complexos; outra, que consiste na previsão e aplicação de concretas medidas de intervenção, verificado o incumprimento dos mais basilares princípios de *product governance*, que este modelo e filosofia regulatórias vem impor ao mercado. Vejamos cada um deles.

A aprovação prévia de produtos financeiros (*“product approval”*) é, provavelmente, a manifestação máxima do conceito de intervenção no produto, não só pelo controlo das fases preliminares de conceção dos produtos financeiros, mas também pelo efetivo poder de decisão dado às entidades reguladoras na conformação do próprio funcionamento do mercado. Apesar de não ser uma realidade nova, no âmbito da

---

<sup>107</sup> FSMA, *Consultation...*, p. 2 e FSA, *Product Intervention: Discussion...*, *passim* pp. 20, 23 e 24

atividade regulatória, a sua consideração como potencial medida de intervenção regulatória voltou a estar em voga, sendo exemplo disso a Consulta Pública da FSMA, que já abordámos<sup>108/109</sup>. Este mecanismo traduz-se assim no poder, discricionário, conferido à entidade reguladora de proceder à aprovação ou rejeição da colocação em mercado de um produto financeiro<sup>110</sup>. No entanto, a esta decisão final estará subjacente o cumprimento por parte do emitente de uma série de requisitos estipulados previamente pela entidade regulatória<sup>111/112</sup>. Voltaremos a este tema quando tratarmos dos problemas e vicissitudes inerentes ao *Product Intervention*<sup>113</sup>.

Sendo o mecanismo de aprovação prévia de produtos financeiros o grau máximo de consagração do *Product Intervention*, outros existem que acabam por impor aos emitentes de produtos financeiros muitas das mesmas normas de conduta, mas cujo incumprimento, não levando à não aprovação do produto, que aqui não existe, pode implicar a sujeição a uma intervenção regulatória. Falamos, pois, do *product governance*, isto é, do conjunto de sistemas e controlos relativos à conceção, gestão e estratégia de um produto financeiro<sup>114</sup>. Estas regras de *product governance* podem traduzir-se, designadamente, no reforço do *compliance*, na fixação de uma estratégia de produto e de distribuição, na elaboração de testes de risco e na utilização de métodos de avaliação económica transparentes<sup>115</sup>. Ora, ínsito neste conceito está o reforço dos poderes de supervisão das autoridades reguladoras, através de imposição de concretas

---

<sup>108</sup> Os sistemas de licenciamento ou aprovação prévia de produtos, por parte das entidades reguladoras são um mecanismo típico do setor farmacêutico, onde todos os produtos lançados no mercado estão sujeitos, anteriormente à sua comercialização, ao cumprimento de um procedimento fixado pela entidade reguladora do setor. Ademais, este mecanismo de *product approval*, já esteve implementado no mercado de futuros e opções de *commodities* nos EUA. Cfr. OMAROVA, SAULE T., *License to deal...*, pp. 26 e ss.

<sup>109</sup> Também o relatório de Consulta Pública da FSA equaciona a possibilidade de utilização deste mecanismo, dentro de determinadas situações. No entanto, decidiu-se, nesse Relatório, não prosseguir com a consagração desta medida, atendendo aos custos envolvidos e à ineficiência que introduziria no mercado. Cfr. FSA, *Product Intervention: Discussion...*, pp. 49 e 50

<sup>110</sup> *Idem*, p. 22

<sup>111</sup> A proposta belga, por exemplo, procede à enumeração de vários tipos de obrigações que os emitentes terão de cumprir, de maneira a ter o seu produto aprovado: (i) uma análise da procura, i.e., das necessidades dos investidores, (ii) uma série de dados relativos ao produto, como sejam, estimativas de preço e evolução, risco, custos inerentes, comparação com outros produtos semelhantes; (iii) análise do investidor alvo; (iv) imposição de serviços específicos na distribuição e pós venda; e (v) imposição de requisitos de publicidade. Cfr. FSMA, *Consultation...*, pp. 4 a 6.

<sup>112</sup> Segundo SAULE T. OMAROVA, a aprovação de um produto deverá ser apenas garantida se a empresa ou serviço de investimento passar por um (i) teste de aptidão económica, que prove a relevância social e económica do produto em causa; (ii) teste de capacidade institucional, que garanta que a empresa em questão possui meios de *compliance* e gestão dos riscos do produto e (iii) um teste de efeitos sistémicos, através do qual o produto a aprovar não poderá contribuir para o aumento inaceitável da vulnerabilidade sistémica da empresa e não levante questões de política. Cfr. OMAROVA, SAULE T., *License to deal...*, p. 52

<sup>113</sup> *Infra*, II.II.d.

<sup>114</sup> FSA, *Product Intervention: Discussion...*, p. 6

<sup>115</sup> *Idem*, pp. 35 e ss.

medidas. É este, aliás, o princípio subjacente às propostas que analisámos no Ponto anterior.

Efetivamente, o recurso a expedientes interventivos, por parte das autoridades reguladoras, pressupõe o incumprimento, por parte dos agentes financeiros, destas regras de *product governance*. De facto, apesar da criação destas regras não ser, nas propostas que analisámos, uma obrigação jurídica para as empresas e serviços de investimento, mas tão só uma manifestação de uma regulação baseada em princípios, o seu incumprimento, e as possíveis consequências que dele advenham para o mercado, habilita as autoridades reguladoras a intervir na estrutura, conceção e/ou características de um produto financeiro. É, pois, neste âmbito, que falamos dos mecanismos de correção de preços, da proibição ou restrição de comercialização de produtos financeiros ou de quaisquer outras medidas que as autoridades de regulação, no exercício da sua atividade de supervisão, decidam aplicar. Não obstante, e tendo presente a novidade deste sistema de *Product Intervention*, ser-nos-á sempre difícil avaliar os critérios que, *in casu*, possam estar subjacentes a estas medidas. Mas um ponto é certo: a aplicação de uma qualquer medida de intervenção no produto pressuporá sempre um juízo de proporcionalidade e adequação, tendo em conta a interferência no “normal” funcionamento do mercado.

Em conclusão diremos que o conceito de *Product Intervention* é tão abrangente quanto é possível ao mercado ser inovador e complexo. Pressuposto deste conceito é, assim, a intervenção de uma autoridade reguladora num determinado produto financeiro, normalmente, complexo, seja de que modo e em que momento for, mas tendo em vista a mitigação da complexidade, por este criado, nas suas várias vertentes.

Apreendida a noção de *Product Intervention*, da filosofia regulatória inerente e dos concretos poderes que poderão ser equacionados na prossecução de uma política regulatória mais interventiva, e baseada na mitigação da complexidade e dos riscos sistémicos vejamos agora, complementarmente ao que já abordámos na Parte I do presente estudo, em que medida é que este modelo regulatório reforça a garantia de proteção do investidor e precavê a criação de riscos sistémicos no sistema financeiro. Por fim, analisaremos o revés desta abordagem, isto é, os possíveis problemas introduzidos no funcionamento do mercado decorrentes de uma abordagem regulatória e de supervisão mais intervencionista e instrutória.

## ***b. Product Intervention e a Proteção do Investidor***

O mecanismo de intervenção no produto constitui uma revolução no sistema financeiro, por ora europeu, consistindo num claro compromisso no aprofundamento dos mecanismos de proteção do investidor. Tal como já analisámos *supra*, o reforço dos sistemas de proteção do investidor, no âmbito dos PFC, prende-se com a mitigação das assimetrias de informação entre os sujeitos de mercado, assim como a melhoria da perceção e compreensão dos riscos àqueles inerentes, tendo em vista o reforço da Confiança, pedra basilar do sistema financeiro<sup>116</sup>. Ora, apesar de terem sido tomadas várias medidas, como por exemplo em Portugal, para o reforço dos sistemas de *disclosure* no momento de subscrição de PFC, bem como nas obrigações de pós-venda, cabe-nos agora perceber em que medida é que este mecanismo de intervenção de produto, no qual são fomentados os poderes de supervisão e intervenção das autoridades reguladoras em praticamente todas as fases de desenvolvimento dos produtos financeiros, constitui um eficaz reforço da garantia de proteção do investidor.

Os mecanismos de incentivo ao *disclosure*, no momento de subscrição de um PFC constituem, sem sombra de dúvidas, um importante princípio, que o *Product Intervention* não põe em causa... até encoraja<sup>117</sup>. No entanto, nem mesmo o mais eficiente mecanismo de *disclosure* consegue proteger o investidor da complexidade inerente aos PFC, posto que a mera informação e transparência não sana a possível opacidade e dificuldade de avaliação e compreensão do produto, com os consequentes custos de informação para o investidor<sup>118</sup>. Ora, poder-se-ia dizer que não é o intervencionismo regulatório que permite alcançar a mitigação desta complexidade deterioradora do investidor, cabendo apenas a estas entidades o controlo dos requisitos, mais ou menos exigentes, de *disclosure*<sup>119</sup>. Contudo, os últimos anos têm evidenciado a falta de capacidade dos sujeitos de mercado – v.g. emitentes e sociedades de notação de risco – para eficazmente controlarem, por si só, a crescente e intolerável complexidade existente nos PFC, porquanto estes (i) possuem poucos incentivos a moldar a complexidade (com os possíveis benefícios dela advenientes) à procura dos aforradores, (ii) ao estabelecerem a estratégia económica dos seus produtos sobreavaliam a sua

---

<sup>116</sup> I.II.

<sup>117</sup> FSA, *Product Intervention: Discussion...*, p. 27

<sup>118</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Regulating Complexity...”, p. 221

<sup>119</sup> Este tipo de abordagem auto-regulatória, ainda defendida, é o fruto da denominada doutrina Greenspan (de Alan Greenspan), principal defensora do absentismo regulatório e da auto-regulação. Cfr. OMAROVA, SAULE T., *License to deal...*, pp. 13 e 14



capacidade de gestão dos ativos subjacentes, replicando para os investidores riscos dos seus ativos imensuráveis pelo mercado, pelo que, em consequência, (iii) os investidores são incapazes de avaliar os produtos que lhes são oferecidos, ainda que lhes seja fornecida toda a informação necessária, agravando-se o grau de desconfiança e imprevisibilidade no mercado<sup>120</sup>.

O *Product Intervention*, mal ou bem, parece-nos ser uma resposta a estas questões. Efetivamente, os mecanismos concretos no qual se traduz a intervenção no produto prendem-se, precisamente, com a correção dos aspetos causadores da complexidade excessiva. Desde a criação de um verdadeiro mecanismo de aprovação de produtos, no qual a entidade reguladora possui o poder de controlar *ab initio* a estratégia e características do PFC, até à mera intervenção pontual nas características dos mesmos – imposição de estratégias, correção de preços, regras de *compliance*, restrição de distribuição -, o reforço dos poderes de intervenção e de supervisão no qual esta abordagem se traduz prende-se, precisamente, na correção dos aspetos negativos da complexidade que o normal funcionamento do mercado não logra, eficientemente, expurgar. Por outro lado, consideramos que esta abordagem regulatória tem, como revés, a fomentação, nos sujeitos de mercado, de um incentivo à construção de melhores regras de *product governance*, que em muito contribuirão para evitar o recurso a correções oficiosas por parte das autoridades reguladoras.

Contudo, a proteção do investidor não é um fim em si mesmo, já que a complexidade e a inovação inerente aos PFC poderão ser fatores potenciadores da competitividade e eficiência no mercado. A dificuldade de aplicação destes mecanismos está, assim, na identificação das situações em que a complexidade é criadora de ineficiências, o que pressupõe um ajuizamento prévio da necessidade de intervir, sob pena do próprio investidor ser prejudicado pela sobre-regulação<sup>121</sup>. As finanças comportamentais e o pesar de outros fatores relevantes no funcionamento do mercado são, também, um pressuposto da aplicação do *Product Intervention*, na prossecução do princípio da proteção do investidor. Voltaremos, ainda, à análise destas questões<sup>122</sup>.

Por tudo o exposto, consideramos que o mecanismo de intervenção no produto demonstra-se como um meio apto e eficaz à prevenção do crescimento de produtos

---

<sup>120</sup> *Idem*, p. 14 e SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, p. 2

<sup>121</sup> FSA, *Product Intervention: Discussion...*, p. 24 e SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, *passim* p. 20

<sup>122</sup> *Infra* II.II.d.

extremamente complexos que pouco ou nada contribuem para o desenvolvimento económico e social<sup>123</sup>. Através desta abordagem regulatória, pretende-se não só alargar os poderes de supervisão e intervenção, mas, acima de tudo, garantir que o *product governance* das empresas ou serviços de investimento seja corretamente balanceado com as necessidades de proteção do investidor. Aliás, sempre se dirá que o fim último deste regime é o da criação de um sistema de incentivos ao mercado, tendo em vista uma maior preocupação no desenho e desenvolvimento de PFC, na avaliação dos mesmos e na correspondência entre o grau de risco oferecido e o realmente procurado pelos investidores<sup>124</sup>.

### ***c. Product Intervention e o controlo do Risco Sistémico***

Conforme já tivemos a oportunidade de referir, a regulação do risco sistémico prende-se com a identificação, controlo e mitigação de eventos potenciadores de riscos para o mercado financeiro<sup>125</sup>. Chegados a esta parte, cabe-nos perceber como é que o aumento dos poderes de intervenção e supervisão das entidades reguladoras em que se consubstancia o *Product Intervention* constitui um meio eficaz de combate ao risco sistémico.

O controlo do risco sistémico é um desafio constante às autoridades de regulação e supervisão. A massificação da distribuição dos PFC, a sua, por vezes, excessiva complexidade e os possíveis efeitos contagiadores que dela possam advir para o mercado são uma realidade cujos contornos são de difícil regulação e controlo. A dificuldade prende-se com o facto de os agentes, individualmente considerados, serem incapazes de identificar eficazmente a sua medida de contribuição para a instabilidade do sistema financeiro<sup>126</sup>. Por outro lado, e conforme referimos, a eficácia da regulação e supervisão do risco sistémico pressupõe uma monitorização centralizada do sistema financeiro a nível mundial, focada na análise da existência de possíveis falhas no mercado. Inexistindo tal entidade, as nossas conclusões só poderão cingir-se, portanto, ao mercado europeu.

Efetivamente, o novo ESFS, através da criação da ESMA e da ESRB, vem estabelecer um quadro institucional, de âmbito europeu, de regulação macro-

---

<sup>123</sup> OMAROVA, SAULE T., *License to deal...*, pp. 21

<sup>124</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, *passim* p. 21

<sup>125</sup> *Supra* I.III.c.

<sup>126</sup> PAN, ERIC J., *Understanding...*, p. 43

prudencial<sup>127</sup>. Como vimos *supra*, aquando da análise do regime de *Product Intervention* constante do projeto do RMIF, é conferido um poder chave à ESMA, enquanto autoridade responsável pela supervisão do mercado financeiro, habilitando-a a intervir diretamente no mercado dos Estados-Membros no caso de existir uma ameaça ao funcionamento ordenado e à integridade ou estabilidade dos mercados ou sistema financeiro Europeu<sup>128/129</sup>. O papel da ESRB é fundamental para a identificação destas características assim como para promover o expedito funcionamento da ESMA, no exercício das suas atribuições<sup>130</sup>. De facto, consideramos que um dos pontos fundamentais do novo ESFS é a troca e recolha de informações entre a ESRB, Comité responsável pela supervisão macro-prudencial e as demais autoridades de supervisão, designadamente a ESMA<sup>131</sup>. Com efeito, cremos que só este sistema articulado de monitorização e identificação de possíveis riscos sistémicos é que justifica a atribuição de concretos poderes de intervenção às entidades reguladoras. Caso contrário, qualquer discussão sobre o tema torna-se infrutífera.

*Ceteris paribus*, que dizer da idoneidade do *Product Intervention*, *per se*, enquanto mecanismo de mitigação do risco sistémico? Apesar de não existir um sistema plenamente eficaz e eficiente para regular o risco sistémico, da análise dos pontos precedentes poderemos concluir que este mecanismo apresenta-se, pelo menos, como um eficaz meio de combate à extrema complexidade, opacidade e falta de transparência de alguns PFC<sup>132</sup>. No entanto, se o risco sistémico provém, como vimos, dos efeitos de contágio que a falta de confiança e de transparência – fatores potenciados pela própria complexidade e opacidade – introduz no sistema financeiro, sempre se dirá que o sistema de intervenção no produto ao restringir, *ab initio*, estes efeitos prejudiciais, constitui um meio, pelo menos, eficaz, à estabilidade do mesmo. Problema diverso é, como veremos *infra*, em que medida não é a própria intervenção regulatória no sistema financeiro, uma fonte de risco sistémico

---

<sup>127</sup> PAPATHANASSIOU, CHRYSSA e ZAGOURAS, GEORGIOS, “A European Framework...”, p. 162

<sup>128</sup> *Supra* Ponto II.I.b.

<sup>129</sup> Cfr. artigo 31.º, n.º 1 da proposta do RMIF *ex vi*, artigo 9.º, n.º 5 do Regulamento n.º 1095/2010

<sup>130</sup> Dispõe o artigo 3.º, n.º 1 do Regulamento 1092/2012 que o “ESRB é responsável pela supervisão macroprudencial do sistema financeiro da União, a fim de contribuir para a prevenção ou atenuação dos riscos sistémicos, para a estabilidade financeira da União decorrentes da evolução do sistema financeiro e tendo em conta a evolução macroeconómica. Contribui para o bom funcionamento do mercado interno, garantido desse modo um contributo sustentável do setor financeiro para o crescimento económico.”

<sup>131</sup> Cfr. artigo 15.º do Regulamento n.º 1092/2012 e artigo 23.º do Regulamento n.º 1095/2010

<sup>132</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Systemic Risk...”, *passim* p. 213

Em conclusão, poderemos afirmar que o *Product Intervention* apesar de se mostrar apto e eficaz no controlo dos casos de detrimento do investidor é um mecanismo cujo mérito na mitigação dos riscos sistémicos está dependente de vários condicionalismos, como seja, a existência de uma entidade de âmbito mundial centralizada na identificação e análise de eventos potencialmente sistémicos bem como dotada de poderes interventivos diretos. Inexistindo tal autoridade, a nossa análise não poderá deixar de se enquadrar no âmbito da UE através do ESFS instituído bem como das propostas do RMIF e da DMIF II. Consideramos, assim, que o *Product Intervention*, enquadrado nesta estrutura institucional, não deixa de ser, à partida, um instrumento regulatório que permite objetivamente colmatar, *ex ante*, possíveis fontes de riscos sistémicos, designadamente, a excessiva complexidade, opacidade e desconfiança existente em alguns PFC. No entanto, só a análise casuística da concreta capacidade das instituições em monitorizar e identificar fatores potenciadores de risco é que nos poderá dar a resposta definitiva.

#### **d. Problemas e Vicissitudes**

O *Product Intervention* e os princípios regulatórios a ele inerentes constituem, como vimos, um meio apto e eficaz na mitigação das causas de detrimento do investidor e de aumento do risco sistémico. Com efeito, tal como não existem leis gerais para a complexidade, também não existem sistemas perfeitos para a regular<sup>133</sup>. No seguimento de algumas questões que fomos identificando na nossa análise, vejamos agora em que medida poderá este sistema de intervenção no produto, e a nova filosofia de regulação financeira a ele subjacente, introduzir efeitos negativos no funcionamento do sistema financeiro.

A mudança de paradigma regulatório que está subjacente ao *Product Intervention*, não poderá deixar de ser o ponto de partida da nossa crítica. De facto, o primeiro problema que se coloca na análise desta figura é a própria conceção de regulação financeira que deverá ser prosseguida pelos Estados e instituições internacionais. A teoria da regulação financeira costuma distinguir entre os modelos regulatórios baseados no grau de densidade dos enunciados normativos – a auto-regulação, a regulação baseada em regras e a regulação baseada em princípios – dos princípios (políticos)

---

<sup>133</sup> SCHWARCZ, STEVEN L., “Regulating Complexity...”, p. 265

subjacentes à sua atividade – regulação económica, regulação social e regulação do risco<sup>134</sup>. Assim, enquanto o modelo regulatório vigente até à crise financeira de 2007 era, genericamente, o da auto-regulação, sendo o papel destinado às autoridades de regulação o da promoção de uma regulação económica, cremos que se tem vindo a assistir, nos últimos anos, a um maior reforço da regulação baseada em regras e princípios, bem como uma maior preponderância da regulação social e do risco<sup>135</sup>. O novo ESFS, bem como a proposta do RMIF e de alteração da DMIF são precisamente o exemplo desta mudança de paradigma<sup>136</sup>. Ora, apesar da economia que se pretende neste trabalho não nos permitir realizar uma análise exaustiva deste tema, sempre se dirá que os problemas existentes na formulação desta conceção de regulação financeira são, em larga medida, aqueles que também encontramos na implementação de um regime de *Product Intervention*, sistema em que se prossegue, com maior enfoco, uma política regulatória social e do risco.

Conforme concluímos nos Pontos precedentes, o *Product Intervention* pressupõe um reforço dos poderes de supervisão e intervenção das autoridades reguladoras no mercado, poderes esses que se justificam, na nossa perspetiva, pelo impacto negativo que a excessiva complexidade de alguns produtos financeiros provocam na posição do investidor e na estabilidade do sistema financeiro. Contudo, a prossecução desta política regulatória mais intervencionista e instrutória, subjacente a esta nova Ordem de regulação financeira, poderá também ser fonte de problemas e vicissitudes, *maxime*, os relativos ao excesso de regulação. Na nossa perspetiva estes problemas colocam-se em três frentes: (i) diminuição da competitividade e diversificação no mercado; (ii) criação de falhas no seu funcionamento e (iii) criação de custos regulatórios.

Os mecanismos de intervenção no produto poderão facilmente pôr em causa a competitividade das empresas e serviços de investimento, bem como a diversificação de

---

<sup>134</sup>. A regulação económica tem como principal objetivo a correção de específicas ineficiências do mercado – v.g. monopólios, externalidades, práticas anti-concorrenciais – que obstam ao livre exercício das atividades dos seus agentes; a regulação social, por sua vez, procura atingir certos objetivos sociais que os agentes do mercado, por si só, não prosseguem, como seja, a distribuição da riqueza e a proteção dos direitos individuais; a regulação do risco, por último, tem o objetivo de proteger os indivíduos de potenciais e significantes riscos, abaladores da ordem social. Cfr. CÂMARA, PAULO, *Manual...*, p. 254; PAN, ERIC J., *Understanding...*, p. 43 e OMAROVA, SAULE T., *License to deal...*, pp. 16 e 17. Segundo este último A., a existência destes três tipos de política regulatória opera conjuntamente, ainda que a saliência, maior ou menor, de qualquer uma destas características possa influir na própria natureza do regime regulatório.

<sup>135</sup> FSA, *The Turner Review...*, p. 39. Tal como se pode ler neste relatório, “a premissa predominante na regulação financeira – nos EUA, no Reino Unido e por todo o globo – tem sido a de que os mercados financeiros são capazes de ser tanto eficientes quanto racionais, sendo o objetivo da regulação financeira remover os fatores potenciadores de ineficiência e iliquidez nos mercados.”

<sup>136</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, *passim* p. 21

oferta no mercado de produtos financeiros. Com já referimos, nem toda a complexidade e inovação financeira são negativas para o funcionamento do mercado. A existência destas características é, aliás, da maior relevância para o eficiente funcionamento do sistema financeiro. Ora, o reforço de poderes de supervisão e intervenção poderão se mostrar claramente danificadores dos interesses dos próprios investidores, na procura de diferentes níveis de risco e retorno, assim como das necessidades de liquidez dos próprios emitentes, caso as entidades de regulação não procedam a rigorosas análises de mercado e de uma correta ponderação dos custos e benefícios de uma intervenção<sup>137</sup>. De facto, a correta implementação de um sistema de *Product Intervention* pressupõe, para as autoridades reguladoras, a existência de um elevado nível de capacidade, técnica e humana, na compreensão do *product governance* dos emitentes e na avaliação das causas de detrimento da posição do investidor e causadoras de risco sistémico<sup>138</sup>. Caso contrário, a utilização deste mecanismo será tão-só destruidora de valor, reduzindo o ritmo da inovação e, respetivamente, a escolha do investidor<sup>139</sup>.

Em segundo lugar, o mecanismo de *Product Intervention* poderá fomentar falhas no funcionamento do mercado<sup>140</sup>. A criação desta nova abordagem regulatória, segundo alguns, de “*command-and-control*”, poderá ela própria ser potenciadora de efeitos sistémicos no mercado<sup>141</sup>. Efetivamente, a possibilidade conferida às autoridades reguladoras de, por algum modo, interferirem ou moldarem o funcionamento de uma instituição financeira, poderá causar um efeito psicológico de desconfiança e de vulnerabilidade nos demais sujeitos do mercado, *maxime*, nos investidores<sup>142</sup>. Os princípios da transparência e da confiança deverão, por isso, estar também subjacentes na aplicação de qualquer medida de intervenção num produto financeiro, sob pena de serem as próprias autoridades de regulação criadoras das imperfeições que pretendem colmatar. Por fim, e na sequência do que já referimos *supra*, consideramos que a inexistência de um sistema global de regulação e monitorização de riscos sistémicos poderá em muito contribuir para a existência de falhas de regulação, porquanto a

---

<sup>137</sup> OMAROVA, SAULE T., *License to deal...*, p. 71 e FSA, *Product Intervention: Feedback...*, p. 21

<sup>138</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, p. 20

<sup>139</sup> FSA, *Product Intervention: Feedback...*, p. 22

<sup>140</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, p. 20

<sup>141</sup> OMAROVA, SAULE T., *License to deal...*, p. 72 e GORDON, JEFFREY e MAYER, COLIN, *The Micro...*, pp.5 e ss.

<sup>142</sup> GORDON, JEFFREY e MAYER, COLIN, *The Micro...*, p. 4. Segundo estes AA., a existência deste tipo de abordagens regulatórias, e o consequente sentimento de aparente confiança no sistema financeiro e do seu sistema de regulação, fará com que a intervenção numa entidade faça transparecer, para o mercado, a possibilidade de vulnerabilidade de outras

inexistência de uma avaliação e percepção uniforme e centralizada de riscos sistémicos potencia o erróneo ajuizamento das necessidades de intervenção<sup>143</sup>

Por último, consideramos que o reforço dos poderes de supervisão, do lado das entidades reguladoras, e a exigência à criação de mecanismos de *compliance* e *product governance*, por parte dos emitentes, impõe avultados custos operacionais para estas entidades. A análise de custo-benefício é também aqui um elemento a ter em conta. Por outro lado, teremos ainda de considerar os denominados custos de arbitragem regulatória<sup>144</sup>. Com efeito, a inexistência de um sistema de *Product Intervention* de âmbito global fará com que muitas empresas e serviços de investimento, evitando os custos que tais medidas importam, alterem as suas sedes de atividade para outros locais, onde as exigências regulatórias sejam menores. Para além destes custos, cremos ainda que este risco de arbitragem regulatória é um claro percalço à implementação eficiente de um sistema de *Product Intervention*.

Por tudo o exposto, não poderemos deixar de concluir que se afigura inatingível a existência de um ponto ótimo no *trade-off* entre a existência de um mercado financeiro líquido e competitivo, e um sistema transparente, escoreito e criador de bem-estar económico e social. Como já referimos, é impossível criar um sistema plenamente apto, eficaz e eficiente na regulação da complexidade que existe no sistema financeiro global. No entanto, consideramos que, apesar dos problemas apontados, a previsão de um sistema de *Product Intervention*, seja em que tipo de modalidade for, tem pelo menos o mérito de tentar corrigir os problemas que o mercado, por si só, tem vindo a ser incapaz de colmatar.

Cabe agora aos sistemas de regulação e supervisão financeira saber fazer face aos desafios que esta nova “arma” representa, e aos demais agentes do mercado prosseguir políticas financeiras melhor enquadradas nos desígnios de um mundo pós-crise.

---

<sup>143</sup> II.II.c.

<sup>144</sup> SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product...*, p. 21

## CONCLUSÕES

A proteção do investidor e a mitigação do risco sistémico são dois pilares fundamentais na construção de um sistema de regulação e supervisão financeira num mundo pós-crise. A relevância destes dois princípios mostra-se ainda mais latente quando analisamos os denominados Produtos Financeiros Complexos, cujas características potenciam, como pudemos analisar, a existência de excessivos graus de complexidade, desconfiança e falta de transparência no mercado.

As respostas dadas pela maioria dos Estados e Instituições internacionais de relevância no mercado financeiro têm-se resumido ao reforço dos sistemas de micro-regulação, através da imposição de maiores deveres de *disclosure* e transparência na negociação destes produtos. Ora, conforme abordámos, a regulação do desmedido grau de complexidade existente em alguns produtos financeiros não poderá ser apenas atingido pela prossecução destas políticas, exigindo-se assim um maior reforço no controlo das causas potenciadoras da complexidade deteriorada da posição do investidor, assim como na fomentação de uma macro-regulação, mitigadora do risco sistémico.

Através deste trabalho logamos compreender em que medida é que a criação de um sistema de *Product Intervention* constitui uma resposta apta e eficiente a estas questões. Esta abordagem regulatória, que já se encontra inclusivamente em discussão no seio da União Europeia, traduz-se no reforço dos poderes de supervisão e intervenção das autoridades reguladoras no funcionamento do mercado. Por outro lado, a sua previsão constitui, como vimos, um importante incentivo à criação de sistemas de *product governance* nas empresas e serviços de investimento.

Concluimos que apesar de constituir um meio eficaz na identificação e controlo das complexidades causadoras de detrimento do investidor, a sua eficácia enquanto mecanismo de controlo do risco sistémico está dependente da existência de um sistema de monitorização e identificação de riscos a nível global, que inexistente. Contudo, as



recentes reformas no sistema de supervisão financeira europeu, permitem-nos, ainda assim, concluir pela sua geral aptidão enquanto instrumento de mitigação destes riscos.

Por último, quisemos demonstrar com este trabalho que a existência de um ponto ótimo entre a defesa de um mercado livre, competitivo e inovador, e a prossecução de um sistema transparente, seguro e criador de riqueza e estabilidade social é bastante difícil de alcançar, porquanto esta abordagem regulatória tem também o risco de introduzir falhas no funcionamento do mesmo.

## BIBLIOGRAFIA

AAVV., *Financial Regulation and Supervision – A Post-Crisis Analysis*, ed. EDDY WYMEERSCH, KLAUS J. HOPT E GUIDO FERRARINI, Oxford University Press, 2012

ALBUQUERQUE MATOS, NUNO, “Produtos Financeiros Complexos – Regulamento da CMVM n.º 1/2009 – Sua Análise e Reflexão para Futuras Modificações”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 37, Dezembro de 2010

AMF, *Marketing of complex financial products: position no 2010-05*, 2010, disponível em [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

AWREY, DAN, *Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets*, 2011, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

BREALEY-MEYERS, *Principles of Corporate Finance*, 7<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill, 2007

CÂMARA, PAULO, “A Regulação baseada em Princípios e a DMIF”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 27, Agosto de 2007

CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.<sup>a</sup> Edição, Almedina, Coimbra, 2011

CESR, *MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive’s appropriateness requirements*, Maio de 2009, disponível em [www.esma.eu](http://www.esma.eu)

CLEMENT, PIET, “The term «macroprudential»: origins and evolution”, *BIS Quarterly Review*, Março 2010

CMVM, *Produtos Financeiros Complexos: Metodologias para a sua Avaliação*, Fevereiro de 2010, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

CMVM, *Relatório de Análise de Impacto da Regulamentação de Produtos Financeiros Complexos*, 2012, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

CMVM, *Relatório Final da Consulta Pública n.º 1/2012 – Projecto de Regulamento da CMVM sobre Informação, Publicidade e Comercialização de Produtos Financeiros Complexos*, 2012, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

ENGRÁCIA ANTUNES, JOSÉ A., *Os Instrumentos Financeiros*, Almedina, Coimbra, 2009

DALHUISEN, J.H., *Dalhuisen on Transnational and Comparative Commercial, Financial and Trade Law*, 3.<sup>a</sup> Edição, Hart Publishing, 2007

FCIC, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 2011, disponível em <http://fcic.law.stanford.edu/report>

FERREIRA, ELSA, “A Directiva Relativa a Mercados de Instrumentos Financeiros: Um Marco Regulatório e dos seus Desafios para os Agentes do Mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, Dezembro de 2006

FSA, *Journey to the FCA*, 2012, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

FSA, *Product Intervention: Discussion Paper*, 2011, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

FSA, *Product Intervention: Feedback Statement*, 2011, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

FSA, *The FCA's use of temporary product intervention rules*, 2012, disponível em [www.fds.gov.uk](http://www.fds.gov.uk)

FSA, *The Financial Conduct Authority: Approach to Regulation*, 2011, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

FSA, *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, 2009, disponível em [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

FSMA, *Consultation note on the introduction of a regulatory framework for the distribution of structured products to retail investors*, Agosto de 2011, disponível em [www.fsma.be](http://www.fsma.be)

FSMA, *Moratorium on the Distribution of Particular Complex Structured Products*, Communication FSMA\_2011\_02 du 20 juin 2011, disponível em [www.fsma.be](http://www.fsma.be)

GORDON, JEFFREY e MAYER, COLIN, *The Micro, Macro and International Design of Financial Regulation*, Draft 2.2, Março 2012, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

IOSCO, *Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products – Consultation Report*, 2012, disponível em [www.iosco.org](http://www.iosco.org)

KRIZEK, TOMÁS, *Legal Nature and Definition of Financial Derivatives*, 2011, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

LAROSIÈRE GROUP, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU – Report*, 2009, disponível em <http://ec.europa.eu>

OMAROVA, SAULE T., *License to deal: Mandatory Approval of Complex Financial Products*, 2012, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

PAN, ERIC J., *Understanding Financial Regulation*, 2011, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

ROCHA, RAFAELA, “Da DSI à Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Principais Inovações”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 18, Agosto de 2004

SCHAEKEN WILLEMAERS, GAËTANE, *Product intervention: a European Perspective*, 2011, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

SCHWARCZ, STEVEN L., “Regulating Complexity in Financial Markets”, *Washington University Law Review*, n.º 87, 2009, disponível em <http://digitalcommons.law.weustl.edu/lawreview>

SCHWARCZ, STEVEN L., “Systemic Risk”, *Duke Law School Legal Studies*, Research Paper n.º 163, 2008, disponível em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

THE WORLD BANK GROUP, “Macro-Prudential Regulation”, *Crisis Response* n.º 6, 2009, disponível em [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

## ÍNDICE

PRINCIPAIS ABREVIATURAS UTILIZADAS .....	3
APRESENTAÇÃO DE MOTIVOS .....	4
INTRODUÇÃO.....	5
PARTE I OS PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS E A ATIVIDADE REGULATÓRIA .....	7
I.    OS PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS.....	8
a. <i>O fenómeno dos Produtos Financeiros Complexos: origens</i> .....	8
b. <i>A noção de Produto Financeiro Complexo</i> .....	9
c. <i>Os desafios na Regulação dos Produtos Financeiros Complexos</i> .....	11
II.   A PROTEÇÃO DO INVESTIDOR.....	13
a. <i>Preliminares</i> .....	13
b. <i>A Diretiva dos Mercados Financeiros e as orientações da IOSCO: as “fontes” na Proteção do Investidor</i> .....	14
c. <i>A Proteção do Investidor na subscrição de PFC</i> .....	17
III.  A REGULAÇÃO MACRO-PRUDENCIAL E A EMISSÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS .....	20
a. <i>Enquadramento</i> .....	20
b. <i>Noção e objeto</i> .....	21
c. <i>A regulação do risco sistémico</i> .....	23
PARTE II <i>PRODUCT INTERVENTION</i> : O INTERVENCIONISMO NA REGULAÇÃO DOS PRODUTOS FINANCEIROS COMPLEXOS .....	25

I.	<i>PRODUCT INTERVENTION: ORIGENS</i> .....	26
a.	<i>Preliminares</i> .....	26
b.	<i>As reformas europeias no Direito Financeiro: o RMIF e a DMIF II</i> .....	26
c.	<i>A moratória Belga à distribuição de Produtos Financeiros Complexos</i> .	30
d.	<i>O caso britânico: a Financial Conduct Authority</i> .....	32
II.	<i>PRODUCT INTERVENTION: A REGULAÇÃO DA COMPLEXIDADE E DA INOVAÇÃO ..</i> .....	35
a.	<i>Conceito</i> .....	35
b.	<i>Product Intervention e a Proteção do Investidor</i> .....	40
c.	<i>Product Intervention e o controlo do Risco Sistémico</i> .....	42
d.	<i>Problemas e Vicissitudes</i> .....	44
	CONCLUSÕES .....	48
	BIBLIOGRAFIA .....	50
	ÍNDICE .....	53